DIE

# SOLIDARITAT DER GELDMÄRKTE.

EINE STUDIE
ÜBER DIE VERSCHIEDENHEIT
DER GLEICHZEITIGEN DISKONTSÄTZE
VERSCHIEDENER LÄNDER

---

INAUGURAL-DISSERTATION
ZUR
ERLANGUNG DER STAATSWIRTSCHAFTLICHEN DOKTORWÜRDE
VON

N. E. WEILL.

---

FRANKFURT A. M.
J. D. SAUERLÄNDER'S VERLAG.
1903.

DIE

# SOLIDARITÄT DER GELDMÄRKTE.

EINE STUDIE
ÜBER DIE VERSCHIEDENHEIT
DER GLEICHZEITIGEN DISKONTSÄTZE
VERSCHIEDENER LÄNDER

---

INAUGURAL-DISSERTATION
ZUR
ERLANGUNG DER STAATSWIRTSCHAFTLICHEN DOKTORWÜRDE
VON

N. E. WEILL.

---

FRANKFURT A. M.
J. D. SAUERLÄNDER'S VERLAG.
1903.

Genehmigt von der staatswirtschaftlichen Fakultät
der Universität München.

Referent: Professor Dr. **W. Lotz.**

G. Otto's Hof-Buchdruckerei in Darmstadt.

DEN GELIEBTEN ELTERN

IN DANKBARKEIT.

# Vorwort.

Die vorliegende Arbeit verdankt ihre Entstehung den Vorgängen an den internationalen Geldmärkten während der Jahre der deutschen Hochkonjunktur, 1896—1900. Sie möge der Aufgabe dienen, einen kleinen Beitrag zu leisten in der Beleuchtung der heute noch recht ungeklärten Frage, wieso und bis zu welchem Grade die gleichzeitigen Diskontsätze verschiedener Länder ein verschieden hohes Niveau einnehmen können.

Es ist in der That zu bedauern, dass über die wichtigsten Punkte der praktischen Bankpolitik so wenig theoretische Klarheit herrscht, — wohl zumeist darum, weil die Theoretiker eine zu geringe Kenntnis der Praxis zu besitzen pflegen, welche sie der Möglichkeit benimmt, sich über die Thatsachen zu stellen, — weil andererseits die Praktiker des Bankwesens nicht die Muse haben, sich theoretischen Auseinandersetzungen hinzugeben.

Es ist mir eine angenehme Pflicht, an dieser Stelle meinen verehrten Lehrern, Herrn Geh. Hofrat Prof. Dr. Lujo Brentano und insbesondere Herrn Prof. Dr. Walter Lotz den herzlichsten Dank für die belehrende Unterstützung während der Ausführung der Arbeit auszusprechen; in gleichem Sinne bitte ich Herrn Prof. Dr. Helfferich, die Herren Sekretäre der Handelskammern von München und Frankfurt a. M., den Secretary of the Royal Statistical Society sowie die Herren Professoren der School of Economics and Political Science (University of London) zu London, auf diesem Wege meinen Dank für ihre freundlichen Bemühungen entgegenzunehmen.

Der erste Teil der vorliegenden Studie wurde vor wenigen Wochen im „Bank-Archiv“ (Oktober 1902) veröffentlicht.

München / Frankfurt a. M., November 1902.

Dr. N. E. Weill.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549027_0067

# Inhalt.


| | | Seite |
|---|---|---|
| I. | Die Theorie von der Solidarität der Geldmärkte und ihre bisherige Begründung in der Wissenschaft . . . . | 1 |
| II. | Der Marktdiscontsatz als das Symptom der Solidarität der Geldmärkte: seine Bestimmungsgründe . . . . | 5 |
| III. | Das Risiko der Valutadifferenzen und die Höhe der Kosten des Edelmetalltransports. . . . . | 29 |
| IV. | Die gegenseitige Beziehung der Marktdiskontsätze in Territorien einheitlicher Valutaverhältnisse . . . . . | 62 |
| V. | Die gegenseitigen Beziehungen der Marktdiscontsätze in Ländern verschiedener Valutaverhältnisse: Erster Teil . . . . . | 65 |
| VI. | Zweiter Teil . . . . . | 84 |
| VII. | Schlussbetrachtung . . . . . | 112 |

# Litteraturverzeichnis.


*Busch*, Schriften über die Handlung, Hamburg 1824, Bd. 6—8.

*Goschen*, the Theory of the Foreign Exchanges, 13th ed., London 1898.

*Gygax*, *Dr. P.*, Kritische Betrachtung über das schweizerische Notenbankwesen, Zürich 1902.

*Haupt*, *O.*, Arbitrages et Parités, 8ième ed., Paris 1894.

*Heiligenstadt*, Verschiedene Artikel in den Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik, 1893—1895.

*Helfferich*, *Dr. K.*, Studien über Geld- und Bankwesen, Berlin 1900.

— —, Die Reform des deutschen Geldwesens, Leipzig 1898.

— —, Zur Erneuerung des Deutschen Bank-Gesetzes, Leipzig 1899.

— —, „Diskont und Währung", 3 Aufsätze in der „Nation", 1900. S. 372 ff.

*Hermann*, Staatswirtschaftliche Untersuchungen, München 1832.

*Hübner*, *O.*, Die Banken, Leipzig 1854.

*Kalkmann*, Untersuchungen über das Geldwesen der Schweiz, St. Gallen 1900.

*Landesberger*, Währungssystem und Relation, Wien 1891.

—, Ueber die Goldprämienpolitik der Notenbanken, Wien 1892.

*Leroy-Beaulieu*, Traité théorique et pratique d'économie politique IV. v., S. 143 ff.

*Lexis*, Der gegenwärtige Stand der Währungsfrage, Dr. 1896, und verschiedene währungspolitische Schriften.

*Lotz*, Art. Discont und Discontpolitik im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

*Mayne*, Der Discont, Jena 1899.

*Michaelis*, *O.*, Volkswirtschaftliche Schriften, Berlin 1873, Bd. I und II.

*Palgrave*, Dictionnary of political economy, London 1894.

*Raffalovich*, le marché financier, Paris 1896—1901.

*Ricardo*, the works of, London 1876 (Mc. Culloch).

*Schraut*, Die Lehre von den auswärtigen Wechselkursen, Leipzig 1881.

*Struck*, Der englische Geldmarkt, in Schmollers Jahrb. 1886, S. 127 ff.

*Swoboda*, Die kaufmännische Arbitrage, Berlin 1897, 7. Aufl.

—, Warum zahlt der Deutsche 5%, der Franzose 2% Bankdiscont? Berlin 1898.

*Willis, H. P.,* A history of the Latin Monetary Union, Chicago 1901.
Berichte der Aeltesten der Kaufmannschaft, Berlin, Verschiedene Jahrgänge.
Conrad's Jahrbücher: Volkswirtschaftliche Chronik, 1898—1901.
Frankfurter Zeitung.
Monatliche Ausweise über den auswärtigen Handel des Deutschen Zollgebiets, 1899 und 1900.
Reichsbank, Jubiläumsbericht der Deutschen R.-B., 1876—1901, Reichsdruckerei, Berlin 1901.
Statistisches Jahrbuch des Deutschen Reichs 1895—1901.
The Economist, 1870—1901.
Journal of the Institute of Bankers, London 1880—1901.
Reports of the Director of the mint of the United States, 1898—1901.
The Statist, 1898—1901.

# I. Die Theorie von der Solidarität der Geldmärkte und ihre bisherige Begründung in der Wissenschaft.

Nur eine der vielen Erscheinungsarten, in welchen die moderne Kreditwirtschaft auftritt, ist derjenige Kredit, welcher auf Grund der Ausstellung eines Schuldscheins gewährt wird; und wiederum nur eine der vielen Formen, in welchen die Einräumung eines Kredits durch die Ausstellung eines Schuldscheines sich vollzieht, ist der Wechsel.

Eine der volkswirtschaftlich wichtigsten Eigenschaften, welche dem Wechsel innewohnt, ist seine relativ grosse Absatzfähigkeit. Der Käufer eines Wechsels verlangt ein Entgeld für die Überlassung der Nutzung seines Geldes vom Tage des Ankaufs bis zum Tage der Fälligkeit des Wechsels, — abgesehen von der ihm gebührenden Risicoprämie. Die absolute Höhe dieses Entgelts heisst Diskont; der prozentuelle Betrag der dargeliehenen Geldsumme, welcher als Entgelt für die Uberlassung der Geldsumme für eine bestimmte Zeitdauer zu bezahlen ist, wird Diskontsatz genannt.

Die Höhe des Diskontsatzes hängt ab von dem Verhältnis des Angebotes von Leihgeld zur Nachfrage darnach. Dieses Verhältnis ist sehr starken Schwankungen unterworfen, besonders darum, weil eben nur diejenigen Gelder in Wechseln angelegt zu werden pflegen, welche eine vorübergehende Verwendung suchen. Das Angebot von Leihgeld ist darum sehr gross zu Zeiten ruhigen, geringen Geschäfts, wenn wenig neue Anlagen geschaffen werden[1]): je stärker der Aufschwung

[1]) Es ist bei diesen Ausführungen nicht ausser Acht zu lassen, dass jede Neuemission von Wertpapieren nicht den Markt der langfristigen Anlagen, sondern den Markt der kurzfristigen Anlagen be-

des Geschäftsganges, desto grössere Summen der ausgeliehenen Gelder werden zurückgezogen, um in einer dauernden Anlage festgelegt zu werden — bis diese Bewegung ihren Höhepunkt erreicht und überschreitet, und alle frei werdenden Geldsummen wiederum als Leihgeld Verwendung suchen.

In gleicher Richtung wirkt die gleichzeitige Entwickelung der Nachfrage nach Leihgeld, d. h. die gleichzeitige Entwickelung des Angebots von Wechseln. In Perioden ruhigen Geschäfts ist das Angebot von Wechseln gering: je besser die geschäftliche Konjunktur, desto grösser die Summe der zum Verkauf dargebotenen Wechsel, — bis schliesslich der allgemeine Rückgang des Geschäfts auch die Menge der umlaufenden Wechsel einschränkt. So tritt der Fall ein, dass zu Zeiten grossen Leihgeldangebots die Nachfrage darnach gewöhnlich sehr gering, dass zur Zeit geringen Leihgeldangebots die Nachfrage darnach äusserst stark ist: grosses Leihgeldangebot verursacht eine Bewegung des Leihgeldpreises nach unten, welche durch die gleichzeitige geringe Nachfrage nach Leihgeld noch verstärkt wird; geringes Leihgeldangebot erzeugt umgekehrt eine Steigerung des Leihgeldpreises, deren Intensität in Folge der gleichzeitigen starken Nachfrage noch wächst: der Diskontsatz als der natürliche Ausdruck dieses Verhältnisses zwischen Angebot von und Nachfrage nach Leihgeld — des Leihgeldpreises , wird so zum deutlichsten Spiegelbild der wirtschaftlichen Konjunktur eines Landes.[1])

Auch der Reportsatz pflegt als Massstab der Konjunktur eines Landes angesehen zu werden. Dieser Massstab ist jedoch ein sehr trügerischer, da einerseits sowohl im Waren- als im Wertpapierverkehre für jede einzelne Ware, bezw. für

---

lastet bis zu dem Momente, wo die Vollzahlung auf das emittierte Papier geleistet ist. Erst dann gehört das neuemittierte Wertpapier dem Markte der langfristigen Anlagen an. Vgl. hierüber Hermann, staatswirtschaftliche Untersuchungen, S. 550, 551 und Helferich, Diskont und Währung, in der „Nation“ 1900, S. 405.

[1]) Auch aus den Ergebnissen der Wechselstempelsteuer lassen sich verlässliche Schlüsse auf den Stand der wirtschaftlichen Konjunktur ziehen, dies jedoch nur in denjenigen Ländern, in welchen für die Erhebung des Wechselstempels eine besondere Erhebungsform existiert; vgl. Jubiläumsbericht der Reichsbank, Berlin 1901.

jedes einzelne Wertpapier ein Reportsatz — von oft ausserordentlich verschiedener Höhe — sich bildet, so dass eine Einheitlichkeit der Reportsätze nicht existiert; andererseits weisen die Reportsätze sehr häufig Schwankungen, auf die keineswegs mit den Schwankungen der Konjunktur parallel laufen.[1])

Doch auch die volkswirtschaftliche Bedeutung des Diskontsatzes hat sich im Laufe der Zeiten geändert: sie war im Anfange des 19. Jahrhunderts weitaus geringer als heute. Damals[2]) diente der internationale Geldverkehr hauptsächlich zur Leistung fälliger Schuldverpflichtungen; darunter trafen sich manchmal auch Zahlungen zum Zwecke der Investierung einer Geldsumme im Auslande auf eine längere Periode; Überweisungen von Geldsummen zum Zwecke einer kurzfristigen Anlage, insbesondere zur Ausnützung kleiner Differenzen der Ertragsraten fanden jedoch fast überhaupt noch nicht statt. Ganz anders heute: heute sucht jede Bankfirma und jedes Bankinstitut, auch schon den geringsten Vorteil einer kurzfristigen Anlage im Auslande auszunutzen, und internationale Geldtransaktionen zum Zwecke der kurzfristigen Anlage liquider Geldsummen im Auslande gehören heute keineswegs zu den Seltenheiten.

Aus der Thatsache, dass erst seit relativ kurzer Zeit internationale Geldtransaktionen zum Zwecke der Ausnutzung der Differenz der Diskontsätze verschiedener Länder stattfinden, erklärt es sich, dass auch die nationalökonomische Wissenschaft erst seit Kurzem sich diesem Problem zuwandte und die Theorie von der Ausgleichung der Gewinnste — zuerst aprioristisch, dann dedukiv — auch auf die Höhe der Diskontsätze übertrug. In Ricardos Studien über die Theorie der Wechselkurse findet sich noch keine Berührung jenes Problems. Goschen[3]) dagegen vertritt bereits energisch den Standpunkt, dass zwischen den Diskontsätzen verschiedener

[1]) Vgl. die vorzüglichen Ausführungen von Michäelis in dessen „Volkswirtschaftlichen Schriften", Berlin 1873, II, S. 68 ff.

[2]) Vgl. hierzu, Busch, „die Handlung" Band 6, S. 467 ff.

[3]) Goschen, Theory of foreign exchanges, ninth thousand, p. 142—144.

Länder eine Tendenz gegenseitiger Angleichung bestehe, erklärt aber trotzdem sehr grosse Differenzen unter den Diskontsätzen für sehr leicht denkbar. Er legt das Hauptgewicht auf die Kosten der Übersendung des Edelmetalls von einem Lande zum andern. Betragen z. B., so argumentiert er, die Kosten der Goldversendung von Paris nach London nur $^1/_2$ %, so müsste, um eine Anlage französischen Geldes in englischen Drei-Monatswechseln rentabel zu machen, die Differenz der Diskontsätze mehr als 2 % betragen, da die Kosten der Übersendung — in Prozenten auf ein volles Jahr berechnet — bereits 2 % verzehren. Goschen setzt hier die Notwendigkeit einer Edelmetallversendung zur Erreichung eines Ausgleichs der Diskontsätze zweier Länder voraus. Die Praxis der Geschichte der Geldmärkte zeigt jedoch, dass nur in den allerseltensten Fällen dieses Mittel der Überweisung einer Summe nach dem Ausslande benutzt wird. Hiermit wird die Richtigkeit der Goschen'schen Ziffern zu einer nur bedingten, d. h. insoweit die internationalen Geldtransaktionen durch wirkliche Edelmedallversendung bewerkstelligt werden. Edelmetallversendungen treten jedoch nur ein, wenn alle anderen Mittel der Versendung teurer zu stehen kommen — was indess nur in den allerseltensten Fällen vorkommt —; wo also andere Übertragungsmittel an die Stelle treten, bedeutet dies eine Verminderung der Kosten der Übertragung, d. i. eine Ermässigung der von Goschen berechneten Ziffern.

Von den mir bekannten, neuesten Schriftstellern erklärt zwar Prof. Lotz im „Handwörterbuch der Staatswissenschaften“,[1]) dass die Solidarität der Geldmärkte nunmehr von der Theorie allgemein anerkannt wird, hält aber dennoch grosse Schwankungen für möglich. Raffalovisch, Clare und Heiligenstadt streifen die Frage nur. Auch Helfferich lässt

[1]) Art. „Diskont und Diskontpolitik“. Der Verfasser führt dort als Beispiel für ausserodentliche Schwankungen die Durchschnittsziffern der Marktdiskontsätze des Dezembers 1898 an; hiernach betrugen die Sätze in

| | |
|---|---|
| London | $3^{40}$ % |
| Paris | $3^{00}$ „ |
| Berlin | $5^{26}$ „ |
| Amsterdam | $2^{23}$ „ |

sich nicht in eine nähere Prüfung des Problems ein, wenn er sagt:[1]) „Internationale Geldverwendungen gehen nicht nur aus der Bilanz des Warenhandels hervor, sondern sie werden in grossem Umfange bestimmt durch die Differenz der Zinssätze in den einzelnen Ländern. Wenn man in Deutschland mit der Diskontierung eines Wechsels 1 % oder 1 1/2 % mehr verdienen kann, als in England, dann werden englische Kapitalisten, die Geld verfügbar haben, geneigt sein, ihr Geld in deutschen Wechseln anzulegen und Geld nach Deutschland zu schicken, eventuell auch Geld, das sie in Deutschland zugute haben, dort noch einige Zeit stehen zu lassen, um auf diese Weise an den höheren Zinsen zu profitieren.[2])

Von all den angeführten Schriftstellern befasst sich somit Goschen am eingehensten mit dem Problem der Solidarität der Geldmärkte; und die weitere Verfolgung der in seinen Worten liegenden Anregung, dass ein innerer Zusammenhang bestehe zwischen der Höhe der Versendungskosten des Edelmetalls und der Höhe der möglichen Differenz der Diskontsätze verschiedener Länder, wird vielleicht imstande sein, das Problem der „Solidarität der Geldmärkte" näher zu beleuchten.

## II. Der Marktdiskontsatz als das Symptom der Solidarität der Geldmärkte: seine Bestimmungsgründe.

Wir stellten fest: die Theorie vertritt den Standpunkt, dass zwischen den Diskontsätzen verschiedener Länder eine

[1]) Vgl. Helfferich: Diskont und Währung, 3. Aufsätze in der „Nation", 1900, S. 373.

[2]) An dieser Stelle ist auch noch eine vor ungefähr fünf Jahren in dem deutschen bimetallistischen Lager entstandene Flugschrift: „Warum zahlt der Deutsche 5 %, der Franzose 2% Bankdiskont?" zu erwähnen, welche zum ersten Male in Deutschland die Aufmerksamkeit weiterer Kreise auf das Problem der Solidarität der Geldmärkte gelenkt hat.

Tendenz gegenseitiger Angleichung bestehe, eine Solidarität der Geldmärkte. Diese Idee wird vielleicht für einen modernen Wirtschaftstheoretiker viel Verlockendes in sich bergen: denn wir wissen ja aus der Geschichte des modernen Handels, dass meistens desto leichter ein Weltmarktspreis für ein Gut sich bildet, je grösser seine Absatzfähigkeit ist. Geld aber hat nach unseren Anschauungen absolute Absatzfähigkeit; darum müsste auch in erster Reihe für die Ware „Geld" ein Weltmarktpreis sich bilden.

Eine derartige Argumentation kann man wohl hie und da zu hören bekommen; nur — ist sie als Beweis für die aufgestellte Behauptung unbrauchbar, da der Begriff „Geld" völlig verschieden ist von dem, was der Idee einer „Solidarität der Geldmärkte" zu Grunde liegt. Hier handelt es sich ja nicht um den Kauf oder Verkauf von Geld, sondern: auf der einen Seite steht eine Anzahl von Personen, welche Wechsel zum Verkaufe ausbieten, auf der anderen eine Anzahl solcher, welche auf eine kürzere oder längere Frist gewisse Geldsummen anzuleihen wünschen. Der zu bestimmende Preis ist nicht der Preis des Geldes, sondern der Preis, welchen der Wechselverkäufer dem Gelddarleiher zu zahlen hat für die zeitweilige Überlassung der Geldsumme, — der Diskont. Es wäre ja denkbar, dass auch für diesen ein Weltmarktpreis sich bildete; dieser Schluss liese sich aber theoretisch nur rechtfertigen, wenn erweislich wäre, dass — ebenso wie das von Seiten des Geldgebers dargebotene Geld absolute Absatzfähigkeit besitzt — auch die von dem Wechselverkäufer angebotenen Wechsel absolute Absatzfähigkeit besässen.

Diese letztere Voraussetzung deckt sich jedoch keineswegs mit der Wirklichkeit: die angebotenen Wechsel besitzen meist nur eine sehr geringe Absatzfähigkeit, und — als ententsprende Folge — zeigt sich auch eine geringere oder grössere Verschiedenheit der Diskontsätze verschiedener Länder, ja sogar eine Differenzierung der Diskontsätze innerhalb eines Landes.

Der Diskont, den der Gelddarleiher beansprucht, schliesst ja nicht nur denjenigen Betrag in sich, welcher das Äquivalent der Verzinsung der ausgeliehenen Summe für eine bestimmte

Periode darstellt, sondern auch einen Betrag, welchen der Darleiher sich vorbehält als Prämie für die Gefahr, dass die ausgeliehene Summe am Tage der Fälligkeit des Wechsels nicht zurückgezahlt würde. Diese Prämie schwankt natürlich je nach dem Masse des Kredits [1]), welchen die in dem speziellen Falle zahlungspflichtigen Personen geniessen. In denjenigen Ländern, welche eine Zentralnotenbank besitzen, wird allerdings eine sehr grosse Anzahl von Wechseln von diesem Institute zu einem einheitlichen Diskontsatze aufgenommen. Eine einheitliche Tendenz zu gegenseitiger Angleichung kann unter diesen sogenannten „Bank-Diskontsätzen" jedoch nicht bestehen, da einerseits in den Bedingungen, welche die einzelnen Zentralnotenbanken an die Qualität der zu diskontierenden Wechsel stellen, keine Einheitlichkeit vorhanden ist, da andererseits die einzelnen Zentralnotenbanken sich in sehr verschieden starkem Masse an die von ihnen aufgestellten offiziellen Sätze halten: die Deutsche Reichsbank ist heute durch Gesetz verpflichtet, den von ihr aufgestellten Satz unbedingt zur Anwendung zu bringen; nur eine offizielle Ankündigung im „Reichsanzeiger" — dies ist eine neue Bestimmung des seit 1. Januar 1901 gültigen Bankgesetzes, — dass die Bank einen Privatsatz in Anrechnung zu bringen wünscht, ermöglicht ihr, kleine Zugeständnisse bei der Diskontierung von Wechseln zu machen.[2]) Die Bank von England richtet sich keineswegs stets nach ihrem offiziellen Satze: in Zeiten eines relativ niedrigen Diskontsatze kauft sie Wechsel weit unter ihrem offiziellen Maximum; in Zeiten relativ hoher Diskontsätze lässt die Bank dagegen gerne ihren Satz unverändert, nimmt jedoch nur eine sehr beschränkte Anzahl von Wechseln zu diesem Satze auf, während sie für die meisten Wechsel einen weit höheren Satz in Anrechnung bringt.[3])

[1]) Nicht nach dem Masse der wirklichen Zahlungsfähigkeit; so wurden in Deutschland im Juli 1901 viele Wechsel erstklassiger Bankfirmen zurückgewiesen, nicht weil die Schuldner zahlungsunfähig waren, sondern nur, weil das allgemeine Misstrauen sie für zahlungsunfähig hielt.

[2]) Die Deutsche Reichsbank hat seit April 1896 einen Privatdiskontsatz nicht mehr in Anrechnung gebracht.

[3]) Für diese Politik gaben besonders die letzten Dezembertage des Jahres 1899 ein treffendes Beispiel, als die Bank von England an

Die Bank von Frankreich nimmt — infolge der Bestimmungen betr. der dritten Unterschrift — überhaupt nur die Wechsel einer sehr geringen Anzahl von Firmen an, so dass der offizielle Satz dieser Bank nur die Bedingungen darstellt, welche für die Begebung eines relativ geringen Teiles aller in Frankreich kursierenden Wechsel massgebend sind. Jedenfalls aber stellen die von den Notenbanken zum offiziellen Satze diskontierten Wechsel nirgends die Klasse der qualitativ besten Wechsel dar. Die erstklassigen Wechsel werden vielmehr in dem Geldmarkte der Börsen ausgeboten und dort gewöhnlich zu einem niedrigeren als dem offiziellen Bankdiskontsatze aufgenommen; diesen gewönlich niedrigeren Diskontsatz, welcher im Geldmarkte für absolut erstklassige Wechsel in Anrechnung gebracht wird, nennt man Marktdiskontsatz oder Privatdiskontsatz.

Jenen beiden Momenten, der Verschiedenheit der an die Qualität der Wechsel gestellten Bedingungen und der Verschiedenheit des Maases, in welchem die Zentralbanken an ihren offiziellen Diskontsätzen festhalten, entspringt die Thatsache, dass die Differenz zwischen dem Bankdiskontsatze und dem Privatdiskontsatze in den verschiedenen Ländern von verschiedener Grösse ist. So betrug z. B. in dem letzten Jahrzehnt:

| Jahr | in Berlin | | | London | | | Paris | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | B.-D. | M.-D. | Diff. | B.-D. | M.-D. | Diff. | B.-D. | M.-D. | Diff. |
| 1890 | 4.52 [1]) | 3.77 | 0.75 | 4.51 | 3.71 | 0.80 | 3.00 | 2.68 | 0.32 |
| 1891 | 3.78 | 3.01 | 0.77 | 3.30 | 1.50 | 1.80 | 3.00 | 2 62 | 0.38 |
| 1892 | 3.20 | 1.81 | 1.39 | 2.45 | 1.33 | 1.12 | 2.70 | 1.75 | 0.95 |
| 1893 | 4.07 | 3.17 | 0.90 | 3.05 | 1.67 | 1.38 | 2.50 | 2.25 | 0.25 |
| 1894 | 3.12 | 1.74 | 1.38 | 2.00 | 1.70 | 0.30 | 2.50 | 1.62 | 0.88 |
| 1895 | 3.14 | 2.01 | 1.13 | 2.00 | 0.81 | 1.19 | 2.10 | 1.91 | 0.19 |
| 1896 | 3.66 | 3.04 | 0.62 | 2.98 | 1.52 | 1.46 | 2.00 | 1.67 | 0.33 |
| 1897 | 3.87 | 3.08 | 0 79 | 2.62 | 1.87 | 0.75 | 2.00 | 1.87 | 0.13 |
| 1898 | 4.27 | 3.55 | 0.72 | 3.25 | 2.65 | 0.60 | 2.20 | 2.12 | 0.08 |
| 1899 | 5.04 | 4.44 | 0.60 | 3.75 | 3 29 | 0.46 | 3.06 | 2.96 | 0.10 |
| 1900 | 5.33 | 4.41 | 0 92 | 3 96 | 3.70 | 0.26 | 3.25 | 3.17 | 0.08 |
| Durchschn. | 4.00 | 3.09 | 0.91 | 3.08 | 2.16 | 0.92 | 2.57 | 2.24 | 0.33 |

einem offiziellen Satze von 6 % festhielt, während im freien Markte längere Zeit hindurch 7 % und mehr bezahlt wurden.

[1]) Diese Ziffern sind teils Helfferich, die Reform des deutschen Geldwesens (Anhang), teils der volkswirtschaftlichen Chronik der Konrad'schen Jahrbücher entnommen.

Der Vergleich zeigt, dass der offizielle Bankdiskontsatz eines Landes oft weit entfernt ist von dem im Geldmarkte notierten Privatdiskontsatze. Da nun das Ausland fast niemals Wechsel aufnimmt, von deren unbedingter Sicherheit es nicht überzeugt ist, so ist es selbstverständlich nur der bei dem Ankauf erstklassiger, börsengängiger Wechsel zur Anrechnung gelangende Diskontsatz, der Privatdiskontsatz, dessen Höhe in den verschiedenen Ländern eine Tendenz gegenseitiger Angleichung zeigen kann. Eine „Solidarität der Geldmärkte" kann sich also nur auf eine Soldarität der Marktdiskontsätze dieser Länder beziehen. Die folgende Betrachtung wird daher nur mit diesem Marktdiskontsatze sich zu befassen haben.[1])

Was bestimmt nun die Höhe des Marktdiskontsatzes eines Landes?

Die Höhe des Marktdiskontsatzes eines Landes als der prozentuelle Ausdruck des Preises, der als Entgelt für die Überlassung einer Summe Leihgeldes für eine bestimmte Periode gewährt wird, ist wie der Preis jeder anderen Ware abhängig von dem Verhältnis der Angebot einerseits, Nachfrage andererseits bestimmenden Faktoren, modifiziert nach den besonderen Eigenschaften, welche der Ware Leihgeld innewohnen. Diese Momente sind:

1. die Menge des gesuchten Leihgeldes einerseits, die Menge des angebotenen Leihgeldes andererseits;

2. die Dringlichkeit des Leihgeldbedarfs und die Zahlungsfähigkeit der Wechselverkäufer einerseits, die Dringlichkeit des Leihgeldangebots und die Sicherheit und Bewegungsfreiheit der dargebotenen Leihgeld-Anlage andererseits;

3. die anderweitige Verschaffungs-, bezw. Verwendungsmöglichkeit des Leihgeldes.

ad. 1. Die Menge des im Geldmarkte gesuchten wie die Menge des dort angebotenen Leihgeldes sind stets wechselnd. Bei beiden Grössen lässt sich allerdings eine Unterscheidung treffen: zwischen ordentlichem und ausser-

[1]) Hier sei erwähnt, dass ein sehr grosser Teil dieser erstklassigen, börsengängigen Wechsel solchen Transaktionen entstammt, welche zwischen familiär oder finanziell liirten Banken oder Bankfirmen getrennter Wohnorte vorgenommen werden.

ordentlichem Bedarfe nach Leihgeld, zwischen ordentlichem und ausserordentlichem Angebot von Leihgeld. Als ausserordentlicher Leihgeldbedarf kann z. B. die am Ende jedes Monats noch mehr die am Ende jedes Quartals oder gar die am Ende des Jahres herrschende Kredit-Nachfrage angesehen werden, in gleicher Weise die Kredit-Nachfrage, welche zu Zeiten grosser Wertpapieremissionen entsteht; es mus hier wiederum in Erwägung gezogen werden, dass Emissionen von Wertpapieren, soweit sie nicht Konversionen darstellen, den Markt kurzfristiger Anlagen belasten.[1]) Ausserordentliches Leihgeld-Angebot herrscht gewöhnlich in den ersten Wochen nach dem Quartal-, besonders nach dem Semestralschluss, wenn starke Dividendenzahlungen grosse Geldsummen, die vorher für diesen Zweck aufgespeichert werden, flüssig machen. Eine plötzliche, starke Vermehrung des Leihgeldangebots kann auch der Politik grosser Finanzinstitute entspringen: man denke z. B. an die sehr grossen Summen, welche die New-Yorker Versicherungsgesellschaften häufig in den letzten Jahren plötzlich zur Verfügung des Leihgeldmarktes stellen liesen; ein gleicher Fall liegt vor, wenn die kgl. Seehandlungssozietät in Berlin grosse Geldsummen auf feste Termine ausleiht. Ausserordentliches Leihgeldangebot pflegt ferner die Begleiterscheinung der Perioden starker Erschütterung des geschäftlichen Vertrauens zu sein, wenn alle Geldgeber ihre liquiden Geldsummen möglichst in täglich ohne Verlust realisierbaren Werten [2]) anzulegen suchen. Es ergibt sich, dass Leihgeldbedarf und Leihgeldangebot sehr starken Schwankungen unterliegen; in gleichem Masse schwankend ist der Einfluss dieser Faktoren auf den Privatdiskontsatz.

ad. 2. Die Dringlichkeit des Leihgeldbedarfs hat auf die Höhe des Marktdiskontsatzes keinen unmittelbaren Einfluss. Der Marktdiskontsatz ist ja nur der Ausdruck des Preises, welcher bei der Begebung erstklassiger Wechsel zur Anrechnung gelangt. Wenn der Besitzer solcher Wechsel

[1]) Vgl. S. 1.

[2]) Inwieweit börsengängige Wechsel als täglich ohne Verlust realisierbare Wertpapiere angesehen werden können, vgl. S. 20 ff.

dringend diese zu verkaufen wünscht, so wird durch die Dringlichkeit dieses Angebots das für die Abtretung des Wechsels zu zahlende Entgelt keineswegs unmittelbar in seiner Höhe beeinflusst, das Angebot dieses Wechselverkäufers wirkt nur mittelbar auf die Höhe des Privatdiskontsatzes, indem es die Gesamtnachfrage nach Leihgeld steigert.

Anders wirkt das Moment der Dringlichkeit des Leihgeldbedarfs bei dem Satze für sogenanntes on-call-Geld, d. h. für Leihgeld, das täglich mit 24-stündiger Kündigung zurückverlangt werden kann. Der für on-call-Geld herrschende Satz, der besonders in New-York von weitgehender Bedeutung ist, da dort nicht monatliche oder halbmonatliche, sondern tägliche Liquidation aller Börsengeschäfte stattfindet und somit die Prolongationen durch Entleihung von on-call-Geld von einem Tage zum andern bewerkstelligt werden müssen, hängt in sehr bedeutendem Maasse von der Dringlichkeit des Geldbedarfs ab: und, insoweit der Satz für on-call-Darlehen den Marktdiskontsatz beeinflusst, hängt dieser auch von der Dringlichkeit des Bedarfes nach on-call-Geld ab. Der Satz für on-call-Geld besitzt jedoch praktisch nur sehr geringen Einfluss auf die Höhe des Marktdiskontsatzes, da er gewöhnlich weit niedriger ist als dieser. So lange aber der Satz für on-call-Geld niedriger ist als der Marktdiskontsatz, ist die Möglichkeit einer Beeinflussung des Marktdiskontsatzes durch den Satz für on-call-Geld ausgeschlossen, da einerseits die im Markte des on-call-Geldes angelegten Geldsummen nicht vom höheren Marktdiskontsatze angezogen werden können, weil im Markte des on-call-Geldes nur solche Barbestände angeboten werden, welche absichtlich die relativ leichteste Realisierbarkeit suchen; die Realisierbarkeit ist jedoch bei einer Anlage im Markte des con-call-Geldes leichter als bei einer Anlage in erstklassigen Wechseln, da bei dem Ankaufe von Wechseln stets die Möglichkeit eines Steigens des Marktdiskontsatzes zu erwägen ist, die natürlich in dem Falle einer Rediskontierung einen Verlust für den Besitzer des Wechsels bedeutete. Andererseits ist es selbstverständlich, dass der Leihgeldbedarf des Wechselmarktes — wenn der Satz für on-call-Geld niedriger ist als der Marktdiskontsatz — nicht durch

das Leihgeldangebot im Markte des on-call-Geldes gedeckt werden kann, da die dort gewährten Gegenwerte — Wechsel — im Markte des on-call-Geldes nicht als vollwertige Deckung angenommen werden.

Eine Beeinflussung des Marktdiscontsatzes durch den Satz für on-call-Geld kann erst stattfinden, wenn der Satz für on-call-Geld die Höhe des Marktdiscontsatzes übersteigt, — ein Fall, der nur sehr selten — bei äusserster Dringlichkeit des Bedarfs für Leihgeld — eintritt. Unter solchen Verhältnissen könnte natürlich sowohl der im Markte des on-call-Geldes herrschende Bedarf an Leihgeld durch Discontirung von Wechseln im Wechselmarkte gestillt, wie auch durch den höheren Ertrag der im Markte des on-call-Geldes angelegten Summen das Leihgeldangebot des Discontenmarktes nach dem Markte des on-call-Geldes abgelenkt werden. Hierbei darf jedoch die Erwägung nicht ausser Acht gelassen werden, dass, wenn wirklich der Satz für on-call-Geld den Marktdiscontsatz übersteigt, dieser Zustand stets nur von sehr kurzer Dauer zu sein pflegt. Eine Ablenkung des Angebots von Leihgeld aus dem Discontenmarkte nach dem Markte des on-call-Geldes kann erst eintreten, wenn eine Aussicht besteht, dass diese Differenz der Ertragsraten zu Gunsten des Marktes des on-call-Geldes von einiger Dauer sein wird, da sonst ja die Kosten der Anlageveränderung die Uebertragung von Leihgeld-Summen nach dem Markte des on-call-Geldes verböten, ebenso wie die Ungewissheit, ob im Discontenmarkte gleich günstige Anlageverhältnisse auch dann noch fortbestehen werden, wenn die Anlage im Markte des on-call-Geldes wieder ungünstiger geworden ist als diejenige im Discontenmarkte. In den Wochen der Silberkrisis des Jahres 1893 notierten z. B. in New-York:

| | | on-call-Geld | Wechseldiscont |
|---|---|---|---|
| Juni | 1 | $2^1/_2$ % | 6 % |
| „ | 8 | 5 „ | $7^1/_4$ „ |
| „ | 15 | $8^1/_2$ „ | $7^1/_2$ „ |
| „ | 22 | $7^1/_2$ „ | $6^1/_2$ „ |
| „ | 29 | $5^1/_2$ „ | $7^1/_4$ „ [1] |

[1] Vgl. Londoner Ekonomist u. Statist, v. 3., 10., 17., 24. Juni u. 1. Juli 1893.

Angenommen, am 15. Juni habe A über Doll. 100000 verfügt, deren er erst am 15. August zu anderen Zwecken wieder bedurfte. Er wünschte in der dazwischen liegenden Zeit sein Geld möglichst vorteilhaft im Markte kurzfristiger Darlehen anzulegen. Am 15. Juni war der Satz für on-call-Geld höher als der Wechseldiscont: legte er nun seine Barbestände im Markte des on-call-Geldes an, so erhielt er für die erste Woche $8^1/_2{}^0/_0$; auch für die zweite Woche erschien eine Anlage im Markte des on-call-Geldes noch vortheilhafter, wenn ihr Ertrag sich auch nur auf $7^1/_2{}^0/_0$ belief. Doch bereits am 29. Juni — nach Schliessung der indischen Münzstätten — hatte sich die Aufregung wieder gelegt: der Satz für on-call-Geld war auf $5^1/_2{}^0/_0$ gefallen, während gleichzeitig der Marktdiscontsatz, der zeitweise auf $6^1/_2{}^0/_0$ gesunken war, wieder $7^1/{}^0/_0$ betrug. Jetzt war es vorteilhafter, die angelegte Summe dem Markte des on-call-Geldes zu entziehen und sie dem Discontenmarkte zuzuführen. Das Resultat des Geschäfts war nun, dass A als Ertrag der Doll. 100000 für die zwei Monate vom 15. Juni zum 15. August erhielt:

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| $ 100000 | 7 Tage | à $8^1/_2{}^0/_0$ | = $ | 163.00 | |
| „ 100000 | 7 „ | à $7^1/_2{}^0/_0$ | = „ | 143.83 | |
| „ 100000 | 47 „ | à $7^1/_4{}^0/_0$ | = „ | 934.60 | |
| | 61 Tage | | $ | 1241.43 | = $7.45^0/_0$ |

Hätte A dagegen sofort am 15. Juni seine Barbestände im Discontenmarkte angelegt, so hätte er eine Verzinsung von $7^1/_2{}^0/_0$ gleich $ 1250.-- erhalten, also ein besseres Erträgnis, abgesehen von der geringeren Höhe der Unkosten, welche natürlich mit der Häufigkeit der Veränderung der Anlage steigen.

In New-York, wo der Markt des on-call-Geldes die relativ grösste Bedeutung besitzt, kommt es zwar vor, dass der Satz für on-call-Geld auf $20^0/_0$, $60^0/_0$, ja sogar — wie im Dezember 1899 — auf $200^0/_0$ steigt: diese abnorm hohen Sätze herrschen jedoch stets nur für einen, im höchsten Falle für zwei Tage, so dass die Dringlichkeit des Bedarfes für

on-call-Geld das Leihgeldangebot des Discontenmarktes fast überhaupt nicht anzulocken vermag.

Es ergibt sich, dass die Dringlichkeit des Bedarfs an Leihgeld einen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe des Marktdiskontsatzes fast nicht ausüben kann; der mittelbare Einfluss besteht darin, dass, je dringender der Leihgeldbedarf, desto grösser die Menge des gesuchten Leihgeldes, dass, je weniger dringend der Bedarf an Leihgeld, desto geringer die Menge des gesuchten Leihgeldes. Das Abhängigkeitsverhältniss des Marktdiscontsatzes von der Dringlichkeit des Bedarfs an Leihgeld äussert sich nur in einer Beeinflussung des Verhältnisses zwischen der Menge der Nachfrage nach und der Menge des Angebots von Leihgeld.

Auch die Zahlungsfähigkeit des Wechselverkäufers wirkt nicht direkt, sondern nur indirekt auf die Höhe des Marktdiscontsatzes. In den meisten Fällen wird ja der Verkäufer eines Wechsels sich in der Notlage befinden, den Wechsel verkaufen zu müssen, welchen Discontabzug er sich auch gefallen lassen muss; hier muss man — wie Prf. Lotz richtig hervorhebt[1]) — mit der Erwägung rechnen, dass es dem Wechselverkäufer recht wohl möglich ist, trotz eines höheren Discont-Abzuges, als sein ganzer Gewinn an dem betreffenden Geschäfte beträgt, zu bestehen, da es ihm ja nur darauf ankommt, im Durchschnitt einer gewissen Periode einen Gewinn verzeichnen zu können. Ist jedoch für eine längere Periode die Fortdauer eines hohen Niveaus des Marktdiscontsatzes zu erwarten, so wird der Darlehensucher — in denjenigen Fällen, in welchen die Höhe des Discontabzugs seine Zahlungsfähigkeit übersteigt, — seinen Betrieb einschränken und dadurch die Menge der angebotenen Wechsel vermindern. Umgekehrt gestattet bei einem Sinken des Discontsatzes die Zahlungsfähigkeit des Leihgeldnehmers eine Ausdehnung seines Betriebes und vergrössert somit die Menge der angebotenen Wechsel: auch das Moment der Zahlungsfähigkeit des Wechselverkäufers äussert sich also bei den Preisbe-

[1]) Vgl. Lotz, Artikel „Diskontpolitik“ im Handwörterbuch d. Staatswissenschaften.

stimmungsgründen des Marktdiscontsatzes nur in einer Wirkung auf die Menge der angebotenen Wechsel.

Ebenso kann das Moment der Dringlichkeit des Angebots von Leihgeld die Höhe des Marktdiscontsatzes nicht unmittelbar beeinflussen: auch hier besteht der mittelbare Einfluss nur darin, dass, je dringender das Angebot, desto grösser die Summe des zum Zwecke der Wechseldiscontierung angebotenen Leihgeldes. Die Dringlichkeit des Angebotes selbst hängt ab von dem Grade, in welchem die Darleiher ausschliesslich im Wechselmarkte eine Anlage der verfügbaren Geldsummen erstreben, oder vielmehr eine Anlage in irgend welcher anderen, zinstragenden Weise zu vermeiden suchen. Der Einfluss der Möglichkeit einer Anlage des Leihgeldes in anderweitiger zinstragender Weise auf die Dringlichkeit des Angebots von Leihgeld ist jedoch sehr beschränkt; denn es ist ein Charakteristicum der Ausleiher des Leihgeldes im Wechselmarkt, dass sie stets eine kurzfristige Anlage suchen, während fast alle anderen dem Leihgelde zugänglichen Erwerbsarten nur den Bedarf einer langfristigen Anlage kennen. So ergeben auch die Thatsachen, dass die durchschnittliche Ertragsrate langfristiger Anlagen — mit ganz vereinzelten Ausnahmen — stets höher ist als diejenige kurzfristiger Anlagen. Besässe nun die durchschnittliche Ertragsrate des Marktes langfristiger Anlagen einen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe des Marktdiscontsatzes, so müsste der Markt langfristiger Anlagen ja im Stande sein, durch den höheren Ertrag, den seine Anlagen bieten, dem Leihgeldmarkte die diesem angebotenen Geldsummen in schwächerem oder stärkerem Masse zu entlocken. Die Zusammenstellung der die Ertragsrate langfristiger Anlagen wohl am besten ausdrückenden Ertragsrate der Staatsanleihen zeigt bei einem Vergleich mit dem durchschnittlichen Marktdiscontsatze folgendes Bild:

| Ende Dec. Jahr | Deutsche $4^1/_2$ %, ab 1891 3 % Reichsanleihe Kurs | Ertrag % | Durchschnittl. M.-D. % Berlin | Englische Konsols 3 %, ab 1888 $2^3/_4$ % Kurs | Ertrag % | Durchschnittl. M.-D. % London | Französische 3 % Rente Kurs | Ertrag % | Durchschnittl. M.-D. % Paris |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1880 | 100.20[1]) | 3.99 | 3.12 | 98.68[2]) | 3.04 | 2.26 | 84.90[2]) | 3.54 | 2.58 |
| 1881 | 100.90 | 3.96 | 3.08 | 99.57 | 3.01 | 2.99 | 84.05 | 3.57 | 3.73 |
| 1882 | 101.30 | 3.95 | 3.87 | 100.94 | 2.97 | 3.42 | 79.40 | 3.78 | 3.59 |
| 1883 | 101.90 | 3.92 | 3.07 | 100.63 | 2.98 | 3.00 | 75.40 | 3.98 | 2.67 |
| 1884 | 103.70 | 3.86 | 2.89 | 98.18 | 3 05 | 2.50 | 79.13 | 3.79 | 2.60 |
| 1885 | 104.40 | 3.83 | 2.82 | 99.33 | 3.02 | 2.13 | 80.20 | 3.74 | 2.50 |
| 1886 | 106.00 | 3.78 | 2.16 | 100.00 | 3.00 | 2.13 | 82.30 | 3.64 | 2.38 |
| 1887 | 107.20 | 3.73 | 2.30 | 101.93 | 2.94 | 2.58 | 81.35 | 3.68 | 2.53 |
| 1888 | 108.25 | 3·69 | 2.11 | 99.75 | 2.76 | 2.38 | 83.05 | 3.61 | 2.75 |
| 1889 | 107.40 | 3.72 | 2.63 | 97.25 | 2.83 | 2.76 | 87.75 | 3.42 | 2.64 |
| 1890 | 105.30 | 3.80 | 3.77 | 95.38 | 2 92 | 3.71 | 95 65 | 3.13 | 2.68 |
| 1891 | 85.26 | 3.52 | 3.01 | 95.18 | 2.91 | 1.50 | 94.93 | 3.16 | 2.63 |
| 1892 | 86.20 | 3.48 | 1.81 | 98.00 | 2.81 | 1.33 | 94.38 | 3.18 | 1.75 |
| 1893 | 86.10 | 3.48 | 3.17 | 98.38 | 2.89 | 1.66 | 98.18 | 3.05 | 2.25 |
| 1894 | 95.75 | 3.13 | 1.74 | 103.38 | 2.66 | 1.69 | 101.62 | 2.95 | 1.63 |
| 1895 | 99.60 | 3.01 | 2.01 | 107.12 | 2.57 | 0.80 | 101.40 | 2.96 | 1.90 |
| 1896 | 99.00 | 3 03 | 3.04 | 110.50 | 2.49 | 1.52 | 102.45 | 2.93 | 1.75 |
| 1897 | 97.30 | 3.08 | 3.08 | 112.38 | 2.44 | 1.98 | 103.05 | 2.91 | 1.90 |
| 1898 | 94.30 | 3.18 | 3.55 | 111.00 | 2.48 | 2.65 | 101.48 | 2.96 | 2.12 |
| 1999 | 88.70 | 3.38 | 4.44 | 98.31[3]) | 2.81 | 3.29 | 99.08 | 3.03 | 2.96 |
| 1900 | 87.90 | 3.41 | 4.41 | 97.63 | 2.82 | 3.70 | 101.30 | 2.96 | 3.17 |

Die Aufstellung ergibt, dass — abgesehen von ganz wenigen Fällen — der Zinsfuss der angeführten langfristigen Anlagen stets höher war als der Marktdiskontsatz. Auch die wenigen Ausnahmen finden eine Erklärung darin, dass eine Umwandlung der in langfristigen Anlagen investierten Summen in Bargeld und dessen Verwendung im Geldmarkte einerseits blos für ungewisse, sicherlich aber nur kurze Zeit eine bessere Ertragsrate versprach, dass andererseits aber durch den tiefen Kursstand der eine langfristige Anlage bietenden Wertpapiere zur Zeit der Realisierung ein so wesentlicher Kapitalverlust entstünde, dass dadurch die Bilanz der Gesamttransaktion wohl noch einen Verlusst ergäbe.

Solange also der Marktdiskontsatz niedriger ist als die durchschnittliche Ertragsrate langfristiger Anlagen, kann die

[1]) Vgl. Statistische Angaben der Berichte d. Ältesten der Berliner Kaufmannschaft.

[2]) Vgl. Kurstabellen des Londoner „Economist“ der betr. Jahrgänge.

[3]) Transvaal-Krieg.

Menge des Leihgeldangebots durch diese nicht beeinflusst werden. Dass dieses Verhältnis zwischen Marktdiskontsatz und Ertragsrate langfristiger Anlagen das gewöhnliche ist, geht schon aus der Erwägung hervor, dass derjenige, welcher seine liquiden Geldmittel in Geldmarkte anlegen will, dies nur thut, um jederzeit seine Anlagen ohne Verlust realisieren zu können,[1]) eine Alternative, die ihn gerne auf einen Teil des im Markte langfristiger Anlagen erzielbaren, höheren Ertrages verzichten lässt. Übersteigt jedoch der Marktdiskontsatz die durchschnittliche Ertragsrate des Marktes kurzfristiger Anlagen, dann wird die Ungewissheit der Andauer dieses Zustandes, die Furcht vor Kapitalverlust bei der Umwandlung der Anlage und schliesslich die Höhe der Unkosten auch hier im praktischen Falle eine Einwirkung der durchschnittlichen Ertragsrate langfristiger Anlagen auf die Höhe des Marktdiskontsatzes unmöglich machen.

Eine stärkere Beeinflussung des Marktdiskontsatzes durch die schwächere oder stärkere Anziehungskraft einer anderen Art der Anlage von Leihgeld kann nur stattfinden, wenn jene andere Anlage — neben gleich hohem Ertrage — auch alle die anderen Vorteile bietet, welche bereits durch den Begriff des börsengängigen Wechsels bedingt sind. Die einzige, diesen Anforderungen entsprechende Art der Anlage, welche mit den börsengängigen Wechseln konkurriert, ist die Anlage im Report; daneben kommen besonders seit den letzten Jahren, auch englische Treasury-Bills als ebenbürtige Anlage in Betracht. Report ist — nach Michaelis' treffenden Ausführungen[2]) — eine Form der „Vorratsmiete"; sie kommt hier insoweit in Betracht, als eine Wechselwirkung besteht zwischen der Höhe der im Report zu zahlenden „Miete" und dem Marktdiskontsatze. In dem Masse, in welchem die Reportsätze fähig sind, das im Geldmarkte angebotene Leihgeld anzulocken, vermindern sie die Menge des dem Wechselangebote gegenüberstehenden Leihgeldangebotes, — und umgekehrt. Ein der Anlage im Report entgegenstehendes Hindernis sind die starken Schwankungen der Höhe der Reportsätze:

[1]) Vgl. S. 20 ff.

[2]) Vgl. Michaelis, volkswirtsch. Schriften. Berlin 1873 II. S. 68 ff.

„während in letzter Instanz eine entsprechende Bewegung (Annäherung) zwischen Report und Diskonto stattfinden muss, erleidet der erstere durch die zahlreichen und wechselvollen Verhältnisse, von denen er abhängig ist, so mannigfache Perturbationen, dass eine Übereinstimmung der Bewegung oft nicht erkennbar ist. Der leicht bewegliche und unregelmässig schwankende Report steht zu dem Diskonto in ähnlichem Verhältnisse wie der Umlauf der Kometen zu dem der Planeten. Die Bahnen jener sind so exzentrisch und unterliegen so mannigfachen Perturbationen, dass ihr Zusammenhang mit dem Sonnensystem oft nicht erkennbar ist. Sie kehren aber dennoch immer wieder zur gemeinsamen Sonne zurück".[1]) Ferner hindern oft hohe Börsensteuern die Anlage in Reports;[2]) dies macht sich besonders geltend, wenn der Reportsatz des zur Reportanlage gewählten Wertpapiers (der ja auch in einen Deport umschlagen kann) sehr starken Schwankungen unterworfen ist und die hohen Börsensteuern den Wechsel der Anlage — wie dies in England meist der Fall ist — verbieten.

Eine Wirkung des Angebots von Treasury-Bills auf den Marktdiskontsatz lässt sich nicht isoliert betrachten, da auch technisch diese Schatzscheine — besonders bei der Begebung — wie Wechsel behandelt werden. Sie stellen somit gleichsam einen Teil des Wechselangebots dar.

Auch die Sicherheit der Anlage — der angebotenen Wechsel — ist auf die Höhe des Marktdiskontsatzes eines Landes ohne wesentlich differenzierenden Einfluss, sowohl die Sicherheit des Schuldners und des Unternehmens wie diejenige der allgemeinen Verkehrsverhältnisse und des Rechtsschutzes des Landes. Der Marktdiskontsatz eines Landes bezieht sich ja eben nur auf unzweifelhaft erstklassige Wechsel, bei denen die individuellen Verhältnisse des Subjekts, des Objekts und des Orts gar nicht der Berücksichtigung bedürfen. Darum ist es auch keineswegs eine Forderung des

[1]) Michaellis, a. a. O., S. 93 f.

[2]) Besonders die englische Transfer-Gebühr ist ausserordentlich hoch; auch in Deutschland wurde durch die Höhe der neuen Börsensteuern das Reportgeschäft stark eingeschränkt.

natürlichen Ganges der Verhältnisse, dass in Zeiten einer Kreditkrisis, eines allgemeinen Misstrauens, der Marktdiskontsatz eine steigende Richtung annehmen muss. Ein Vergleich der Diskontsätze Deutschlands in den Monaten Mai, Juni und Juli 1901 gibt hierfür den deutlichsten Beweis; der Marktdiskontsatz notierte in Berlin:

| | | | |
|---|---|---|---|
| Mai | 2. | 3.00% | |
| „ | 9. | 3.25 „ | |
| „ | 16. | 3.13 „ | |
| „ | 23. | 3.38 „ | |
| Juni | 6. | 3.25 „ | |
| „ | 13. | 3.25 „ | Zahlungseinstellung d. Dresdener Kreditanstalt. |
| „ | 20. | 2.88 „ | |
| „ | 27. | 2.63 „ | Zahlungseinstellung der Leipziger Bank. |
| Juli | 3. | 3.00 „ | |
| „ | 10. | 3.00 „ | |
| „ | 17. | 2.75 „ | |
| „ | 24. | 2.63 „ | |
| Aug. | 1. | 2.25 „ | |
| „ | 8. | 2.25 „ | |

In den Zeiten des Misstrauens werden vielmehr rigorosere Bedingungen an diejenigen Wechsel gestellt, welche als erstklassig gelten wollen. Viele der Wechsel, die früher als erstklassig galten, werden zur Zeit einer Kreditkrise nicht mehr als erstklassig angesehen und nur gegen Erstattung einer Risikoprämie verkäuflich sein. Die Aufrechnung einer Risikoprämie bedeutet aber keineswegs eine Erhöhung des Marktdiskontsatzes, sondern gibt nur der Thatsache Ausdruck, dass Wechsel, die früher als erstklassig galten, jetzt aus der Reihe der erstklassigen Wechsel ausgeschaltet worden sind. Es tritt hierdurch — in der gerade entgegengesetzten Weise, wie dies bei der wachsenden Dringlichkeit der Geldnachfrage am Diskontenmarkte der Fall ist, — eine Verringerung der Menge des Geldbedarfs ein: umgekehrt steigt bei steigendem Vertrauen mit der dadurch hervorgerufenen Vergrösserung der Zahl der als erstklasssig geltenden Wechsel auch die Menge des Geldbedarfs am Geldmarkte.

Auch das Moment der Sicherheit der im Geldmarkte angebotenen Wechsel übt somit keinen unmittelbaren Einfluss auf den Marktdiscontsatz aus: der mittelbare Einfluss besteht darin, dass, je weitgehender das allgemeine Vertrauen, desto grösser die Menge der als erstklassige Wechsel geltenden Anlagen, dass, je wankender das allgemeine Vertrauen, desto geringer die Menge der als erstklassige Wechsel angesehenen Anlagen. Das Abhängigkeitsverhältnis des Discontsatzes von dem Momente der Sicherheit der im Geldmarkte ausgebotenen Wechsel äussert sich wiederum nur in einer Beeinflussung des Verhältnisses der Menge des gesuchten zu der Menge des angebotenen Leihgeldes.

Das Mass der Bewegungsfreiheit der dargebotenen Anlagen des Leihgeldes beeinflusst den Marktdiscontsatz insoweit, als der Darleiher diejenigen Barbestände, welche er in Wechseln anzulegen sucht, stets am Tage der Fälligkeit der Wechsel — oder, je nach seinem Belieben, früher — zurückzuerhalten wünscht. Ist es die Absicht des Darleihers, erst am Tage der Fälligkeit der Wechsel wieder in den Besitz der Barsumme zu gelangen, so bietet ihm ein börsengängiger Wechsel, der an dem gewünschten Termine fällig wird, diese Sicherheit, ohne dass ihm irgendwelcher Verlust drohen kann. Anders, wenn er vor dem Datum der Fälligkeit des Wechsels die ausgeliehene Summe durch Verkauf des Wechsels zurückzuerhalten wünscht: hier sind dreierlei Fälle möglich. Ein Kauf von Wechseln zum Privatdiscontsatz zwecks unmittelbarer Rediscontierung kann ja wohl praktisch als ausgeschlossen angesehen werden, da von den gleichzeitig herrschenden Discontsätzen der Marktdiscontsatz fast stets der niedrigste ist. Ein Kauf von Wechseln zum Privatdiscontsatz zwecks späterer Rediscontierung — in der Hoffnung, dass inzwischen der Privatdiscontsatz sich ermässige, — ist denkbar; in diesem Falle wird dem Darleiher ein besonderer Gewinn zufallen infolge der Differenz der Marktdiscontsätze an den beiden Terminen. Der Einfluss einer solchen Transaction auf die Höhe des Marktdiscontsatzes wird darin bestehen, dass durch den ursprünglichen Kauf der Wechsel eine Verminderung des Angebots von Wechseln eintritt.

während der spätere Verkauf der Wechsel die Menge des Wechselangebots zur Zeit des Verkaufs vergrössert. Schliesslich jedoch kann auch der Fall eintreten, dass Wechsel — etwa zum Zwecke späterer Rediscontierung zu einem niedrigeren Marktdiscontsatze — gekauft werden, dass jedoch der Marktdiscontsatz seit dem Datum jenes Ankaufs eine steigende Richtung eingeschlagen hat. Der Einfluss dieser Transaction auf die Höhe des Marktdiscontsatzes ist der gleiche wie im obigen Falle. Unter diesen Umständen wird jedoch der Wechselkäufer nur mit Verlust seine Barsumme zurückerhalten können, — wenn er es nicht vorzieht, bis zum Tage der Fälligkeit der Wechsel diese zu behalten. Auch hier indessen wird der Wechselverkäufer keinen Verlust des dargeliehenen Kapitals, sondern nur einen Verlust an der Höhe des erwarteten Ertrages erleiden. In allen anderen Fällen jedoch, welche wohl weitaus die Mehrzahl der Wechselkäufe zum Privatdiscontsatze darstellen, — werden die Darleiher stets ohne irgendwelchen Verlust aus einer Transaction börsengängiger Wechsel hervorgehen. Das Moment des Strebens nach Bewegungsfreiheit, nach schneller Realisierbarkeit ohne irgend welchen Verlust, wird so wohl angesehen werden können als bei dem Ankaufe von Wechseln zum Privatdiscontsatze stets mitwirkend, aber stets in ziemlich constantem Masse mitwirkend.

Von all den angeführten Factoren: Dringlichkeit des Leihgeldbedarfs und Zahlungsfähigkeit der Wechselverkäufer einerseits, Dringlichkeit des Leihgeldangebots und Sicherheit und Bewegungsfreiheit der dargebotenen Leihgeld-Anlage andererseits wirkt also nur das etzte Moment unmittelbar auf die Höhe des Marktdiscontsatzes, jedoch nicht in periodisch schwankendem, sondern in fast stets constantem Masse; alle anderen Momente beeinflussen nur indirect die Höhe des Marktdiscontsatzes, indem sie auf die Menge der angebotenen und die Menge der gesuchten Wechsel in vergrösserndem oder verringerndem Sinne wirken.

ad 3) Die anderweitige Verschaffungs-, bezw. Verwendungsmöglichkeit des Leihgeldes: Bei einer Untersuchung der Bestimmungsgründe des Marktdiscontsatzes eines Landes kann

das Moment anderweitiger Verschaffungs- bezw. anderweitiger Verwendungsmöglichkeit nur[1]) Verschaffungsmöglichkeit oder Verwendungsmöglichkeit im Auslande bedeuten. Ist der Preis irgend einer Ware in England 150, während die Transportkosten dieser bei der Einfuhr nach Deutschland zollfreien Ware 30 betragen, so wird der Preis dieser Ware in Deutschland so lange die Zahl 180 nicht übersteigen können, als der Preis der Ware in England unverändert 150 bleibt. Es kann höchstens eine temporäre Steigerung des Preises über 180 stattfinden, wenn die Ware in Deutschland so dringend gebraucht wird, dass die Knappheit der Zeit einen Transport der Ware von England nach Deutschland verbietet. Auch das im Geldmarkt gesuchte und angebotene Leihgeld ist eine Ware gleich allen anderen Waren, nur ausgestattet mit dem Vorzuge absoluter Absatzfähigkeit. Diese Eigenschaft des Geldes macht sich dahin geltend, dass, sobald der Marktdiscontsatz eines Landes den in einem anderen herrschenden übersteigt, dieses Land zur Ausnützung der im anderen Lande winkenden höheren Ertragsrate seine verfügbaren Barbestände nach dem Lande des höheren Discontsatzes sendet. Darum müsste der Marktdiscontsatz aller Länder prinzipiell stets der gleiche sein. Eine Verschiedenheit der Marktdiscontsätze kann nur eintreten als eine Folge:

a) objektiver Hindernisse: als die Folge der zu grossen räumlichen Entfernung, welche die schnelle Nachrichtenvermittlung unmöglich macht, sowie als Folge der den Ueberweisungskosten des Leihgeldes entspringenden Differenz:

b) subjektiver Hindernisse: als Folge der durch die politisch-nationalen Verhältnisse und des gegenseitigen finanziellen Vertrauens der beiden Länder bedingten Differenz.

ad a) Die Schwierigkeiten der Nachrichtenvermittlung zwischen grossen räumlichen Entfernungen sind heutzutage

[1]) Abgesehen von der mit der Anlage in börsengängigen Wechseln rivalisierenden Anlage im Report, vgl. S. 17/18.

kaum mehr von Bedeutung, da die Verkehrsmittel, besonders diejenigen, welche die grossen finanziellen Centren der Welt verbinden, in dem Zeitraume weniger Minuten die Uebermittlung von Nachrichten von einem Erdteile zum anderen gestatten.

Die Kosten der Ueberweisung des Leihgeldes von einem Lande nach einem anderen Lande umfassen die Transportkosten der Ueberweisung sowie die Kosten, welche der Verschiedenheit der Valuten verschiedener Länder entspringen. Die Transportkosten, denen Goschen [1]) eine so grosse Bedeutung beimisst, haben heute einen unmittelbaren Einfluss nur bei einem relativ geringen Prozentsatz der gesamten internationalen Geldtransactionen. Ein Edelmetalltransport tritt ja nur ein, wenn — vorausgesetzt, dass es im Lande erhältlich ist, — die Wechselkurse so hoch sind, dass der Edelmetalltransport die billigste Art der Ueberweisung darstellt. In dem Falle der steten Möglichkeit, Edelmetall zu erhalten, können die Transportspesen als Maximum und Minimum des Valutarisicos angesehen werden. Die Kosten der Verschiedenheit der Valuten finden ihren Ausdruck in den Schwankungen der Wechselkurse. Es sind hier weniger die durch die thatsächliche, als die durch die mögliche Veränderung der Wechselkurse bedingten Kosten, welche die Grösse der Differenz beeinflussen, die zwischen der Höhe der Marktdiscontsätze verschiedener Länder bestehen kann: denn der Käufer eines ausländischen Wechsels muss stets fürchten, am Tage der Fälligkeit zu einem ungünstigeren Wechselkurse — als demjenigen, zu welchem er den Wechsel einkaufte — eine geringere Nominalsumme für den Wechsel zu erhalten, als diejenige, welche er auf Grund des am Tage des Ankaufs des Wechsels notierten Wechselkurses erhalten hätte. Je grösser die möglichen Schwankungen der Wechselkurse, desto grösser natürlich auch der Einfluss dieses Moments auf die mögliche Differenz der Discontsätze.

ad b) Die subjektiven Hindernisse beeinflussen den Discontsatz in dem Masse, in dem sie eine der beiden Parteien

---

[1]) Goschen, a. a. O.

prinzipiell vor jeder freiwilligen Geldtransaction mit dem anderen Lande zurückhalten. Eine solche prinzipielle Zurückhaltung kann hervorgerufen sein durch

die Unkenntnis oder nicht genügende Kenntnis der rechtlichen Verhältnisse des fremden Landes:

die Furcht vor politischen Verwicklungen:

die Wirkung nationaler Antipathie:

das den finanziellen Verhältnissen des fremden Landes gegenüber bestehende Misstrauen.

Der Einfluss der Unkenntnis der rechtlichen Verhältnisse eines fremden Landes auf die Bewertung der von ihm angebotenen Geldanlagen war früher der mächtigste Faktor, der internationalen Finanztransactionen hindernd im Wege stand. Indess, heute ist seine Wirkung in entschiedener Abnahme begriffen, infolge der Verbesserung der körperlichen wie der geistigen Verkehrsmittel unter den Völkern. Besonders bei der Discontierung erstklassiger Wechsel fällt die Bedeutung dieses Momentes dadurch fort, dass gewöhnlich eine in beiden Ländern wohlbekannte Bank oder Bankfirma, die mit den Verhältnissen des Schuldners bekannt ist, durch ihr Indossament die Pünktlichkeit der Einlösung garantiert.

Die Furcht vor politischen Verwicklungen tritt nur äusserst selten in dem Masse auf, dass sie ein Land vor der Aufnahme ausländischer Wechsel zurückhält: wenn sie sich einstellt, verhindert sie allerdings grundsätzlich jede Finanztransaction mit dem betreffenden Lande. Ein solcher Fall tritt jedoch so selten ein, dass sein Einfluss bei einer allgemeinen Betrachtung ausser Acht gelassen werden kann.

Dass eine Wirkung nationaler Sympathie und Antipathie auf die Bereitwilligkeit, mit der inländische Wechsel vom Auslande aufgenommen werden, besteht, ist ausser Zweifel. Das beste Beispiel bieten die finanziellen Beziehungen zwischen Deutschland und Frankreich. Bis vor ganz wenigen Jahren fand eine Investierung deutscher Kapitalien in Frankreich oder eine Investierung französischer Kapitalien in Deutschland in nur sehr geringem Masse statt. Erst seit

den letzten Jahren beginnt Frankreich einen Teil seiner wenig productiv angelegten Mittel in deutschen Werten zu investieren. In den Jahren 1898 bis Mitte 1900 bot Frankreich sogar sehr bedeutende Summen am deutschen Geldmarkte an. Indess bedarf, wie dies Beispiel deutlich zeigt, das Schwinden nationaler Antipathie — wo eine solche besteht — eines sehr langen Zeitraums. Dieser Faktor kann darum als, wo bestehend, constant angesehen werden.

Das den finanziellen Verhältnissen des fremden Landes gegenüber bestehende Misstrauen stellt sich stets ein wenn eine wirtschaftliche Krisis im Auslande auszubrechen droht oder gar ausbricht. In solchen Fällen pflegt das Ausland jede Aufnahme inländischer Wechsel abzulehnen. So wurden z. B. während des ganzen Winterhalbjahrs 1899/1900 alle russischen sog. Finanzwechsel, die zuerst in London, dann der Reihe nach in New-York, Paris, Berlin, Frankfurt a. M. und Amsterdam ausgeboten worden waren,[1]) aus Furcht vor der in der russischen Industrie drohenden Krisis zurückgewiesen und so in nicht unwesentlichem Masse der Eintritt der Krisis beschleunigt. Nach dem Krach der Spielhagenbanken in Berlin im Herbste 1900 und noch mehr nach dem Zusammenbruch der Dresdener Kreditanstalt und der Leipziger Bank im Juni 1901, denen die künstliche Stützung einer bedeutenden Anzahl grosser Bankfirmen und Aktienbanken folgte, weigerten sich die meisten Londoner Banken, deutsche Wechsel aufzunehmen, wenn sie nicht von allerersten Häusern endossiert waren. Frankreich zog — aus Furcht vor der drohenden Krise — in den ersten zwei Dritteln des Jahres 1900 den grössten Teil der enormen Summen zurück, die es während der Jahre der Hochkonjunktur zur Verfügung des deutschen Geldmarktes gestellt hatte. In gleicher Weise weigerte sich die Londoner haute finance in den Monaten, die dem Northern-Pacific-Corner folgten, amerikanisches Finanzpapier, besonders solches, das dem Hause des leitenden Finanziers entsprang, aufzunehmen,

---

[1]) Vgl. mehrere kurze Notizen der Frankfurter Zeitung, November 1899 bis Januar 1900.

da die abnorme Grösse der amerikanischen Finanztransactionen in den Augen der Londoner Banken mit den Grundsätzen der Solidität nicht vereinbar schien. Selbstverständlich ist jedoch der Eintritt einer Krise ein Ausnahmefall: tritt sie indess ein, so bewirkt sie, dass das Ausland alle finanziellen Beziehungen zu dem von ihr betroffenen Lande abzubrechen sucht.

Aus der Betrachtung der Momente, welche die Höhe des Marktdiskontsatzes eines Landes beeinflussen, ergiebt sich, dass der in einem Lande herrschende Diskontsatz bestimmt wird:

1. Von dem — veränderlichen — Verhältnis der Menge des Leihgeldbedarfs zur Menge des Leihgeldangebots:
2. Von dem — ziemlich konstanten — Momente des Strebens nach schneller Realisierbarkeit:
3. Von dem — auf die Marktdiskontsätze der verschiedenen Länder ausgleichend-wirkenden — Marktdiskontsatze des Auslands; diese ausgleichend-wirkende Kraft wird in ihrem Walten eingeschränkt durch:
   a) die — praktisch heute nicht mehr wirksame — Unmöglichkeit der schnellen Nachrichtenvermittlung:
   b) das Risiko der Valutaverschiedenheiten, meist begrenzt durch Höhe der Kosten des Edelmetalltransports:
   c) den heute — bedeutungslosen — Einfluss der Unkenntnis der rechtlichen Verhältnisse des fremden Landes:
   d) die — unter gewöhnlichen Verhältnissen — nicht zu berücksichtigende Furcht vor politischen Verwicklungen:
   e) den — wenn überhaupt, so — konstant wirkenden Einfluss der nationalen Antipathieen:
   f) das — nur zu Krisenzeiten — eintretende finanzielle Misstrauen im gegenseitigen Verkehr zweier Länder.

Das Mass der Veränderungen des Marktdiskontsatzes eines Landes ist somit nach beiden Richtungen begrenzt durch die ausgleichende Kraft des ausländischen Diskontsatzes, ausgenommen die Fälle, dass die Überweisung von Leihgeld von einem Lande zu einem anderen sich verbietet durch:

1. Das Risiko der Valutadifferenzen und die Höhe der Kosten des Edelmetalltransports;
2. Die Furcht vor politischen Verwickelungen oder vor einer wirtschaftlichen Krisis, beides Faktoren, die nur als die Frucht ausserordentlicher Verhältnisse eintreten;

Oder in anderen Worten:

Der Marktdiskontsatz eines Landes bestimmt sich, wenn weder eine Furcht vor politischen Verwickelungen noch eine Furcht vor einer wirtschaftlichen Krisis besteht, nach dem Verhältnis des internationalen Leihgeldbedarfs zum internationalen Leihgeldangebot, das nur in dem Masse, in welchem das Risiko der Valutadifferenzen oder die Höhe der Kosten des Edelmetalltransports eine Geldüberweisung verbieten, eine Modifizierung erfahren kann.

Es ist hier zu berücksichtigen, dass eine Versendung von Edelmetall auch innerhalb eines Territoriums einheitlicher Valuta-Verhältnisse zum Zwecke der Ausgleichung der Zahlungsverbindlichkeiten notwendig werden kann, besonders zwischen lokal getrennten Teilen eines solchen Territoriums oder gar bei einer Getrenntheit der Volkswirtschaft verschiedener Teile des Territoriums einheitlicher Valutaverhältnisse, wie z. B. zwischen England und Australien. Unter Beachtung dieses Momentes lässt sich feststellen:

Die Marktdiskontsätze verschiedener Länder müssen — den Fall einer Kriegsgefahr oder einer wirtschaftlichen Krisis ausgeschlossen —, da sie abhängig sind von dem Verhältnis des internationalen Leihgeldbedarfs zum internationalen Leihgeldangebot,

in Ländern gleicher Valutaverhältnisse, welche in räumlicher Vereinigung gleichzeitig eine einheitliche Volkswirtschaft bilden, gleich sein; können

in Ländern gleicher Valutaverhältnisse, welche jedoch räumlich und volkswirtschaftlich getrennte Gebiete darstellen, nur verschieden sein innerhalb der durch die Höhe der Edelmetalltransportkosten bedingten Grenzen; können

in Ländern ungleicher Valutaverhältnisse nur verschieden sein innerhalb der durch das Risiko der Valutadifferenzen und die Höhe der Edelmetalltransportkosten bedingten Grenzen.

Nimmt man nun an, dass die Marktdiskontsätze verschiedener Länder sich innerhalb der durch das Risiko der Valutadifferenzen und die Höhe der Transportkosten des Edelmetalls bedingten Grenzen halten, so bedarf dennoch die auffällige Differenz der Diskontsätze verschiedener Länder innerhalb jener Grenzen einer Aufklärung. So zeigte z. B. die Tabelle S. 8, dass während des Jahrzehnts 1890—1900 der jährliche Durchschnitt des Berliner Marktdiskontsatzes stets eine höhere Ziffer ergab als der jährliche Durchschnitt des Londoner oder Pariser Marktdiskontsatzes. Innerhalb jener durch die möglichen Schwankungen der Wechselkurse bedingten Grenzen ist — wie sich aus Obigem ergibt — die Höhe des Marktdiskontsatzes völlig abhängig von dem Verhältnis der Menge des in diesem Lande gesuchten zu der Menge des in diesem Lande angebotenen Leihgeldes. Selbstverständlich schwankt dieses Verhältnis in verschiedenen Ländern in verschiedem Masse. Einige der konstant zu Ungunsten Deutschlands mitwirkenden Faktoren seien hier erwähnt: das im Verhältnis zu Deutschland niedrige Niveau des englischen und des französischen Marktdiskontsatzes entspringt vermutlich in weitgehendem Masse dem relativ grösseren Kapitalreichtum dieser beiden Länder. Doch es mag auch das im Verhältnisse zu Deutschland grössere Leihgeldangebot Englands auch — allerdings nur zu geringem Teile — von der vorzüglichen Organisation des Londoner Wechselgeschäfts [1]) herrühren, welche die Konzentrierung aller liquiden Barbestände stark begünstigt.

[1]) Vgl. Struck, „der englische Geldmarkt“ in Schmollers Jahrb. 1886. S. 127—148 u. 375—426.

## III. Das Risico der Valutadifferenzen und die Höhe der Kosten des Edelmetalltransports.

Als Resultat der Untersuchung der Faktoren, welche die Höhe des Marktdiskontsatzes beherrschen, ging hervor, dass — den Fall eines Krieges oder einer wirtschaftlichen Krisis ausgenommen — nur das Risiko der Valutadifferenzen eine Verschiedenheit der Marktdiskontsätze zweier Länder verschiedener Währung erzeugen kann. Die gegenseitigen Beziehungen der Valutaverhältnisse verschiedener Länder sind so mannigfaltig, dass sie, um weitere Schlussfolgerungen zu gestatten, einer genauen Klarlegung bedürfen; doch zwingt ihre starke Verschiedenheit gleichzeitig, die folgende Betrachtung auf die Systeme der bedeutendsten unter den modernen Staaten zu beschränken.

Nach dem wichtigsten Momente, welches bei der Beurteilung der Valutaverhältnisse eines Landes in Betracht kommt, lassen sich unterscheiden:

1. Länder, welche unbedingt in Gold zahlen,
2. Länder, welche in Silber zahlen,
3. Länder, welche neben dem Golde auch in Silber zahlen,
4. Länder, welche in Papiergeld zahlen.

Es muss bereits hier vorweg genommen werden, dass bei allen, die Valutaverhältnisse betreffenden Fragen das Hauptgewicht nicht so sehr dem juristischen Wortlaute der Währungsgesetzgebung der verschiedenen Länder zufällt, als vielmehr der praktischen Handhabung dieser Gesetzgebung.

Die bedeutendsten derjenigen Staaten, welche stets unbedingt in Gold zahlen, sind England, die Vereinigten Staaten und anscheinend neuerdings Russland; praktisch sind auch

Holland und Deutschland hier einzurechnen, da die Zentralbanken beider Staaten von dem ihnen gesetzlich zustehenden Rechte, auch gegen den Willen der Petenten in Silbergulden, bezw. in Silberthalern ihre Zahlungen zu leisten, niemals Gebrauch machen. Die wichtigsten der in Silber zahlenden Staaten sind Mexico und China [1]) In Frankreich, Belgien und der Schweiz herrschte ursprünglich — laut den Bestimmungen des Vertrags der lateinischen Münzunion, welcher diese Länder angehören, — die Doppelwährung; seit einigen Jahrzehnten jedoch ist die Silberprägung auf Rechnung Privater in diesen Staaten eingestellt, so dass theoretisch hier die Grundlagen der Währungsverhältnisse ziemlich ähnlich sind wie in Deutschland und Holland; praktisch indessen gehören jene drei Länder in die Reihe derer, die neben dem Golde auch in Silber zahlen, da ihre Zentralnotenbanken sehr häufig gegen den Willen der Petenten von dem ihnen zustehenden Rechte, in silbernen Fünf-Francs-Stücken ihre Zahlungen zu leisten, Gebrauch machen. Schliesslich zahlt eine sehr grosse Anzahl bedeutender Staaten in Papiergeld; hier sind sehr verschiedenartige Kombinationen möglich, von denen jedoch nur einige typische Beispiele erörtert werden sollen. Selbstverständlich existieren in allen Ländern jedweden Währungssystems metallische Münzen, deren Nominalwert jedoch meist ihren Metallwert übersteigt; sie sind ebenfalls gewöhnlich gesetzliche Zahlungsmittel, indessen nur in einem gesetzlich mehr oder minder beschränkten Masse.[2])

Dass Mexico und Brasilien, zwei Länder, von denen das eine in Silber, das andere in Papiergeld seine Zahlungen leistet, als Länder verschiedener Valutaverhältnisse anzusehen sind, steht ausser Zweifel. Indessen auch zwei Länder, die

[1] Im Innern Chinas wird in Kupfermünzen gezahlt; für den Verkehr mit dem Auslande besteht eine Berechnung nach dem Silbertael. In China selbst existiert ein schwankender Kurs für den Silbertael, ausgedrückt in einer Quantität Kupfermünzen.

[2]) Wenn im Folgenden von „gesetzlichem Zahlungsmittel“ ohne weitere Bezeichnung gesprochen wird, so soll hierunter nur das in unbeschränktem Betrage als gesetzliches Zahlungsmittel des Landes zulässige Geld verstanden werden.

beide in Gold zahlen, sind darum noch keineswegs Länder der gleichen Währung, weil ihr Währungsmetall das gleiche ist. In England und Deutschland ist Gold Währungsmetall; und dennoch ist die Währung des einen Landes weit verschieden von derjenigen des anderen Landes. Englands gesetzliches Zahlungsmittel ist der Sovereign, eine aus Gold hergestellte Münze, mit einem Feingewicht von 7,3223 Gramm, mit einem Bruttogewicht von 7,988 Gramm. Diese Münze ist in Deutschland keineswegs gesetzliches Zahlungsmittel; hier ist sie eine Ware gleich jeder anderen Ware, deren Wert darum in Deutschland messbar ist, während in England der Wert eines Sovereign, da er dort eben selbst Wertmesser ist, nicht gemessen werden kann. Der englischen Münze kommt aber, trotzdem sie als Ware den Preisschwankungen im Verhältnisse zum gesetzlichen Zahlungsmittel Deutschlands ausgesetzt ist, in Deutschland der Vorteil zugute, dass sie jederzeit durch Umschmelzung in diejenige Münze verwandelt werden kann, welche in Deutschland gesetzliches Zahlungsmittel ist. So ist dem Preise des gesetzlichen Zahlungsmittels Englands in Deutschland eine sehr weitgehende Stabilität gesichert.

Diese Stabilität des Preises entspringt aber nur dem Umstande, dass der englische Sovereign genau den Metallwert darstellt, der seinem Nennwert entspricht. Denkt man indessen an zwei Länder, welche beide in solchen Silbermünzen zahlen, deren Nomanialwert ihren Metallwert übersteigt, oder an irgendwelche zwei Länder der Papierwährung, wie Brasilien und Argentinien, so zeigt sich, dass hier keineswegs dem gesetzlichen Zahlungsmittel des einen Landes in dem anderen Lande ein einigermassen stabiler Preis gesichert ist.

Nicht einmal die Länder der lateinischen Münzunion können als Länder der gleichen Valutaverhältnisse gelten; denn es ist ja nicht der theoretische Wortlaut der Währungsgesetzgebung, sondern deren thatsächliche Handhabung, welche hier in Betracht kommt. Während Italien und Griechenland bereits infolge ihrer Papiergeldwirtschaft nicht neben die drei anderen Staaten der Union — Frankreich, Belgien und die Schweiz — gestellt werden können, so muss doch auch

bei einer Beurteilung der Valutaverhältnisse dieser drei Staaten eine starke Differenzierung vorgenommen werden. Die französische Zentralbank besitzt Gold im Überflusse, so dass sie, wenn sie die Absicht hätte, leicht den grössten Teil alles im Lande umlaufenden Geldes, dessen Nominalwert seinen Wert als Ware übersteigt, einlösen könnte. Der Goldbesitz der belgischen Zentralbank ist zwar relativ viel geringer, doch trotzdem ist dieses Institut zu Auszahlungen von Gold viel bereitwilliger als die Bank von Frankreich und würde auch thatsächlich eine solche Politik verfolgen, wenn es dadurch nicht Gefahr liefe, auch den Goldbedarf der französischen Banken decken zu müssen. Die Schweiz dagegen besitzt nur sehr wenig Gold,[1]) so dass es ihr unmöglich wäre, allen an sie herantretenden Forderungen durch Goldzahlungen gerecht zu werden.

Aus der Thatsache, dass das gesetzliche Zahlungsmittel eines Landes in einem Lande anderer Valutaverhältnisse nur eine Ware ist, geht hervor, dass das gesetzliche Zahlungsmittel eines Landes A in einem beliebigen anderen Lande B einen Preis besitzt. Dieser Preis ist abhängig von dem Stande der Zahlungsbilanz[2]) zwischen den Ländern A und B, d. h. von dem Verhältnis der Nachfrage nach Auszahlungen des Landes B an das Land A zum Angebot der Zahlungen des Landes A an das Land B. Da dieses Verhältnis des Angebots zur Nachfrage, wie bei jeder Ware, der Möglichkeit des Wechsels unterliegt, so ist auch der Preis des gesetzlichen Zahlungsmittels des Landes A im Lande B Schwankungen ausgesetzt. Diese Schwankungen des Preises des gesetzlichen Zahlungsmittels eines fremden Landes finden ihren Ausdruck in den Wechselkursen. Der Wechselkurs ist der Preis einer bestimmten Summe des ausländischen gesetzlichen Zahlungsmittels, ausgedrückt in dem gesetzlichen Zahlungsmittel des Inlands (feste Valuta im Ausland), oder der

[1]) Vgl. S. 54 ff.

[2]) Dieser Fall ist theoretisch einfach gewählt, obwohl in der Praxis die Zahlungsbilanz zweier Länder ja niemals isoliert betrachtet werden kann.

Preis einer bestimmten Summe des inländischen gesetzlichen Zahlungsmittels, ausgedrückt in dem gesetzlichen Zahlungsmittel des Auslands (feste Valuta im Inland).

Es liegt in der Natur der Wechselkurse, dass sie nicht stabile, sondern veränderliche Grössen sind. Es lassen sich jedoch unter den verschiedenen Wechelkursen Unterschiede erkennen je nach dem Grade der Stabilität des Preises, der im Auslande für das gesetzliche Zahlungsmittel des Inlands — und umgekehrt — erhältlich ist. Im Vorhinein lässt sich jedenfalls feststellen, dass, je stabiler im Auslande der Preis der Ware, aus welcher das gesetzliche Zahlungsmittel eines Landes hergestellt ist, und je mehr der Nominalwert dieses gesetzlichen Zahlungsmittels seinem Warenwert entspricht, desto geringer die Möglichkeit von Schwankungen der Wechselkurse; je weniger stabil der Preis dieser Ware und je weniger der Nomanialwert des gesetzlichen Zahlungsmittels seinem Warenwert entspricht, desto grösser die Möglichkeit von Schwankungen der Wechelkurse.

Im Verkehr zwischen zwei Papierwährungsländern, z. B. während der 80er Jahre zwischen Wien und St. Petersburg, lagen die Grenzen der Schwankungen der Wechselkurse so weit von ihrem thatsächlichen Niveau entfernt, dass sie kaum in Betracht gezogen werden konnten. Je grösser im Verhältnis zur Nachfrage in Wien das Angebot von Wechseln auf Russland, d. h. je relativ grösser die Zahlungsverpflichtungen Russlands an Wien, desto niedriger war der Preis des Rubels in Wien. Dieser Preis konnte so weit sinken, bis es sich bezahlt machte, zur Tilgung der Schulden in Wien russische Metallmünzen von Russland nach Wien zu exportieren, um sie dort als Ware, als Metall zu verkaufen; da Russland indessen ausser dem Papiergelde nur metallische Münzen besass, deren Nominalwert ihren Metallwert weit überstieg, so war der sinkenden Bewegung des Wechselkurses ein äusserst grosser Spielraum belassen. Die Grenze der Schwankungen des Wechselkurses nach oben war bedingt durch die gesetzlich aufgestellte Parität, welche zwischen der Bewertung der emittierten Noten und der Bewertung der gesetzlich fixierten Edelmetallmünzen bestehen sollte. Eine

andere Grenze wird den Bewegungen des Wechselkurses dadurch vorgeschoben, dass ein ungünstiger Wechselkurs den Exporthandel eines Landes vorübergehend unterstützt: denn, während das Sinken des Wechselkurses eine Minderbewertung d. i. eine Minderung der Kaufkraft des gesetzlichen Zahlungsmittels des Inlandes im Auslande bedeutet, verringert sich die Kaufkraft dieses Zahlungsmittels im Inlande selbst gar nicht oder nur in sehr geringem Masse.[1]) Wenn z. B. für eine Exportware Russlands vor dem Fall des Wechselkurses 100 Gulden in Wien bezahlt wurden, so wird bei einem Falle des russischen Wechselkurses Oesterreich dennoch 100 Gulden für die Ware bezahlen: nach dem Fall des Wechselkurses sind indess 100 Gulden an Wert nicht mehr 100 Rubeln, sondern einer grösseren Anzahl, etwa 150 Rubeln gleich. Der russische Exporteur erhält also nach dem Falle des russischen Wechselkurses eine grössere Summe russischer Valuta für die exportierte Ware: der Export der russischen Waren wird darum voraussichtlich vorübergehend steigen und so die Höhe der russischen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Wien im Verhältnis zu den russischen Guthaben vermindert werden.

Aus der Weitläufigkeit dieses wirtschaftlichen Prozesses geht allerdings hervor, dass, wenn der Fall eines Wechselkurses fähig sein soll, den ausländischen Warenverkehr eines Landes zu beeinflussen, dieser Fall recht bedeutend sein muss, und dass auch dann der Einfluss des Wechselkurses auf den Exporthandel erst sehr allmählich sich geltend machen kann.[2]) Ein gleiches Beispiel liesse sich für ein Steigen des russischen Wechselkurses konstatieren.

Es zeigt sich, dass den Schwankungen der Wechselkurse zweier Länder der Papierwährung, in denen — wie dies stets

---

[1]) Vgl. Helfferich, Studien über Geld- und Bankwesen, Art. Aussenhandel und Valutaschwankungen, S. 84 ff.

[2]) Über die Verschiedenheit der Wirkung des Wechselkurses auf den Aussenhandel in den Ländern gebundener und in den Ländern ungebundener Valuta vgl. Lexis, in „The Journal of the Royal Statistical Society".

der Fall ist — der Nominalwert des umlaufenden Edelmetallgeldes dessen Warenwert übersteigt, nur innerhalb eines äusserst weiten Spielraums Grenzen gezogen sind, welche von dem thatsächlichen Niveau der Wechselkurse meist so weit entfernt sind, dass sie praktisch fast nicht in Betracht gezogen werden können.

Ganz ähnlich liegt das Verhältnis des Wechselkurses Brasiliens auf Argentinien. Das Moment, welches die Valutaverhältnisse Argentiniens von denjenigen der meisten Papierwährungsländer unterscheidet, besteht darin, dass die Grenze der Bewertung der Landesvaluta nach oben durch Gesetz in unmittelbare Nähe der thatsächlichen Bewertung der Valuta gerückt worden ist: das sog. „Conversionsgesetz" bestimmt, dass an den Zollämtern an Stelle von 100 Pesos Papier 44 Pesos Gold angenommen werden müssen; hierdurch wurde es praktisch unmöglich gemacht, dass der Preis des Papiergeldes[1]) unter eine bestimmte Grenze — 127,27 % Goldagio — falle, während andererseits die Möglichkeit einer Steigerung des Goldagios offen gelassen wurde.

In gleicher Weise ist den Schwankungen des Wechselkurses im gegenseitigen Zahlungsverkehr Brasiliens und Englands ein sehr weiter Spielraum belassen. Die obere Grenze der Schwankungen ist 27 d pro 1 Milreis,[2]) welche Ziffer die gesetzlich fixierte Parität des brasilianischen Papiergeldes mit dem Metallgelde des Landes darstellt; die untere Grenze ist wiederum gegeben in dem Preise, welcher durch die Möglichkeit der Einschmelzung und des Verkaufs brasilianischen Metallgeldes bestimmt wird.

Bei den Schwankungen des Wechselkurses zwischen Argentinien und England erfährt dieses Verhältnis wiederum nur dadurch eine Aenderung, dass die Parität des argentinischen Papiergeldes mit dem Goldpeso dem thatsächlichen Niveau des Wechselkurses sehr nahe kommt, und damit den

---

[1]) Das Goldagio des argentinischen Wechselkurses hielt sich in den letzten Jahren zwischen 127$^{30}$ % und 144 %.

[2]) Der thatsächliche Wechselkurs Brasiliens auf London schwankte in den letzten Jahren zwischen 5 d und 15 d in grossen Sprüngen.

Schwankungen des Wechselkurses nach oben nur eine geringe Bewegungsfreiheit gegeben ist.

Engere Grenzen sind den Schwankungen der Wechselkurse erst da gesetzt, wo der Nominalwert der gesetzlichen Zahlungsmittel ihrem Metallwert völlig oder fast völlig entspricht. Zunächst im Verkehr zweier solcher Länder, von denen das eine in Silber, das andere in Gold zahlt: als Beispiel diene der englisch-mexicanische Wechselkurs. Bei einer Verfolgung der Schwankungen dieses Wechselkurses zeigt sich in deutlicher Weise das Mass des Einflusses des Silberpreises, der eine fast völlig parallele Bewegung des Wechselkurses befiehlt. Es notierten z. B. in London:

| Datum 1901 | Wechselkurs auf Mexico 90 Tage nach Sicht | Silberpreis pro Unze Standard |
|---|---|---|
| Mai 16. | 24.31 [1]) | 27.50 |
| 23. | 24.31 | 27.50 |
| 30. | 23.94 | 27.44 |
| Juni 6. | 23.69 | 27.38 |
| 13. | 23.75 | 27.44 |
| 20. | 23.56 | 27.44 |
| 27. | 23.19 | 27.31 |
| Juli 4. | 23.06 | 27.00 |
| 11. | 23.00 | 26.94 |
| 18. | 22.94 | 26.88 |

Somit ist der Silberpreis die Grundlage, auf der die Bemessung des Preises des mexikanischen Dollar in London beruht. Es lassen sich indessen die Grenzen festsetzen, innerhalb deren der in London notierte mexikanische Wechselkurs von dem Preise des Äquivalents seines Metallgehaltes abweichen kann. Der mexikanische Silberdollar ist ausgeprägt in einem Gewicht von 27.073 Gramm, mit einem Feingehalt von 0,902778, so dass also das Feingewicht sich auf 24.441 Gramm beläuft. Als Durchschnitt der umlaufenden Silber-Dollars lässt sich ein Gewicht von 27,053[2]) Gramm, ein Feingewicht von 24,40 Gramm annehmen. Ein mexikanischer Silberdollar hat somit einen Metallgehalt von 0,8482 Unze Standard-Silber

[1]) S. Statist, 18. Mai und ff.

[2]) Swoboda, Arbitrage S. 397.

(0,925 fein), d. i. bei einem Silberpreis von 27 d pro Unze-Standard 22,905 d. Da der mexikanische Wechselkurs in London mit 90 Tage nach Sicht (3 Wochen) notiert wird, so sind, um den Londoner Wechselkurs zu erhalten, hierzu noch die Zinsen auf 111 Tage aufzurechnen; hätte diese bei dem Wechselkurs vom 4. Juli 1901 ca. 4 1/8 gleich 0,16 d betragen, so hätte der Wechselkurs jenes Tages von 23 1/16 d bedeutet, dass der in London für den mexikanischen Silberdollar notierte Preis genau das Äquivalent des Silbergehaltes der Münze darstelle; diesen Kurs nennt man den Paritätskurs. Der Diskontsatz, der bei dem mexikanischen Wechselkurs am 4. Juli 1901 in Anrechnung kam, betrug jedoch 5 1/2 % gleich 0,31 d, so dass in Wirklichkeit der Wechselkurs nur 22,75 notierte, während das Äquivalent des Metallgehalts bei einem Silberpreis von 27 d 22,905 beträgt. Der mexikanische Wechselkurs stand somit an diesem Tage unter der Parität: für einen mexikanischen Dollar erhielt man in London nicht seinen vollen Metallwert, sondern nur einen um 0,15 d geringeren Preis.

Dieses Verhältnis zwischen dem Metallwerte des mexikanischen Silberdollars und einem in London notierten Preise entspringt der Zahlungsbilanz im Verkehr Mexikos mit England; die Menge der Zahlungsverpflichtungen Mexikos war an jenem Tage grösser als die Menge der Guthaben, über die es in London verfügte. Einen solchen Stand der Zahlungsbilanz pflegt man vom Standpunkte Mexikos eine ungünstige, vom Standpunkte Englands eine günstige Zahlungsbilanz zu nennen. In entsprechender Weise unterscheidet man ungünstige und günstige Wechselkurse eines Landes.

Ist dagegen der in London notierte Preis des mexikanischen Silber-Dollar höher als das dem Münzwerte entsprechende Äquivalent, ausgedrückt in englischer Währung, so spricht man vom Standpunkte Mexikos aus von einer günstigen Zahlungsbilanz und demgemäss von einem günstigen Wechselkurse, vom Standpunkte Englands aus von einer ungünstigen Zahlungsbilanz und einem ungünstigen Wechselkurse.

Den Schwankungen des mexikanisch-englischen Wechselkurses sind nun relativ enge Grenzen gezogen. Wenn in

dem angeführten Beispiel, wo bei einem Silberpreis von 27 d pro Unze-Standard der Metallwert des mexicanischen Silberdollar 22,905 d beträgt, während der Wechselkurs nur mit 22,75 d notiert ist, die Zahlungsverpflichtungen Mexikos gegenüber England im Verhältnis zu den englischen Guthaben Mexikos noch weiter ansteigen, so wird der mexikanische Wechselkurs noch stärker fallen, d. h. der für den mexikanischen Silberdollar in London notierte Preis wird sich noch weiter in ungünstigem Sinne von dem Werte des Metallgehaltes der Münze entfernen.

Schliesslich wird der mexikanische Wechselkurs ein so tiefes Niveau erreichen, dass es rentabel wird, mexikanische Silberdollars nach London zu senden und sie dort als Metall zu verkaufen. Nimmt man die Transportspesen mit $1\,^1/_3\,^0/_0$ an,[1]) so wäre die Möglichkeit einer Verschiffung von Silber gegeben, wenn der Kurs des amerikanischen Dollar 0,31 d unter der Parität steht, d. i. auf der Basis eines Silberpreises von 27 d bei einem Wechselkurs von 22,59 d. Da von dem Momente an, wo der Wechselkurs unter 22,59 d fiele, die Begleichung der Zahlungsverpflichtungen anstatt durch Wechsel durch Silbersendungen bewerkstelligt würde, so ist es praktisch als eine Unmöglichkeit anzusehen, dass der mexikanische Wechselkurs im gegebenen Falle unter 22,59 d sinkt.

Die gleichen Verhältnisse ziehen dem allzuhohen Steigen des mexikanischen Wechselkurses eine Grenze. Am 16. Mai 1901 war der mexikanische Wechselkurs in London notiert mit $24\,^5/_{16}$ (24, 3 d) bei einem Silberpreis von $27\,^1/_2$ d. Die dem damals herrschenden Silberpreis entsprechende Parität war 23, 32 d gewesen, oder inclusive 6% Zinsen auf 111 Tage, 23, 76. In Wirklichkeit stand der Wechselkurs 24,31, d. i. 0,55 d über Parität.

Steigen die Guthaben Mexikos in London relativ stärker als die Zahlungsverpflichtungen, so wird schliesslich ein Punkt erreicht werden, wo es rentabel wird, Silber von England nach Mexiko zu importieren und es dort in Silberdollars umprägen zu lassen. Hier sind indessen die Kosten höher; sie belaufen sich auf ungefähr:

[1]) Vgl. Swoboda, a. a. O.

| | |
|---|---|
| Kosten der Uebersendung des Metalls . . . | 1,33% |
| Kosten der Prägung . . . . . | 2,00%[1]) |
| Zinsen während der Zeit der Umprägung (6%) | 0,50% |
| zusammen | 3,83% |
| = | 0,92 d |

Am 16. Mai hätte darum der mexikanische Wechselkurs im Höchstfalle mit 0,92 d über der Parität, d. i. mit 24,68 d[2]) notiert werden können.

Es erhellt hieraus, dass im Verkehr zweier Länder, deren gesetzliche Zahlungsmittel nicht aus dem gleichen Metall hergestellt sind, die jedoch beide in solchem Metallgelde zahlen, dessen Nominalwert seinem Warenwert entspricht, den Schwankungen der Wechselkurse enge Grenzen gezogen sind, wenn und solange, wie in dem vorliegenden Falle, die Relation der Preise beider Metalle stabil oder fast stabil bleibt. So lange die Stabilität andauernd, ist darum das Risiko der Valuta bei einer Transaction zwischen diesen beiden Ländern ziemlich genau berechenbar. Praktisch jedoch kann niemals mit Sicherheit angenommen werden, dass und wie lange die Relation der Preise stabil bleibt, so dass thatsächlich auch den Schwankungen der Wechselkurse zwischen diesen beiden Ländern nur sehr weite Grenzen gesetzt sind.

Sehr enge Grenzen sind dagegen den Schwankungen der Wechselkurse gezogen, welche die gegenseitige Zahlungsbilanz Deutschlands und Englands, Deutschlands und der Vereinigten Staaten, Deutschlands und Hollands, Englands und der Vereinigten Staaten, Englands und Hollands ausdrücken. England sowohl wie Deutschland zahlen in Gold. Das englische gesetzliche Zahlungsmittel ist der Sovereign, das deutsche die Doppelkrone (Zwanzig-Markstück). Der englische Sovereign

[1]) Vgl. Swoboda, a. a. O., sowie Annual Report of the Direktor of the Mint of the United States, Jahrgang 1900, S. 505.

[2]) Eine weitere Entfernung des Wechselkurses von der Parität ist, abgesehen von dem Fall der Befürchtung politischer oder finanzieller Verwickelungen, möglich für eine Periode von 21 Tagen, d. h. für die Zeitdauer, welche zur Uebersendung des Metalls von London nach Mexiko notwendig ist. Ein solcher Fall lag z. B. am 25. April 1901 vor. (S. Tabelle.)

ist ausgeprägt zu 123.374 Troy grains,[1]) gleich 7.988 gramm: dieses Standard Gold ist $^{11}/_{12}$ fein. sodass ein Sovereign 7.3223 Gramm Feingold enthält. Die deutsche Doppelkrone ist ausgeprägt zu 7.9649 Gramm mit $^{900}/_{1000}$ Feingehalt, so dass das Feingewicht 7.1685 Gramm beträgt. Der Metallwert — die Parität — des englischen Sovereign, ausgedrückt in dem gesetzlichen Zahlungsmittel Deutschlands, ist somit 20.429455 Mark. Der englisch-deutsche Wechselkurs wird sowohl in London als in Berlin in Mark per 1 Sovereign notiert.

Wenn nun auch die Parität des englisch-deutschen Wechselkurses niemals von ihrem Platze, niemals von 20.429455 pro 1 Sovereign, weichen kann, so beträgt der Wechselkurs nur in den allerseltensten Fällen genau 20.429455 oder abgerundet 20.43. Die Höhe des Wechselkurses ist vielmehr schwankend: die Parität ist nur der Mittelpunkt, um den der Wechselkurs sich stets bewegt und von dem er sich nie weit entfernt. Der Wechselkurs selbst aber ist in seiner Höhe völlig abhängig von der englisch-deutschen Zahlungsbilanz, d. h. von dem Verhältnis der Zahlungsverpflichtungen Deutschlands an England zu den deutschen Guthaben in England. Je höher die Verpflichtungen Deutschlands im Verhältnis zu seinem Guthaben, desto ungünstiger der Wechselkurs für Deutschland, desto günstiger der Wechselkurs für England; je geringer die Verpflichtungen Deutschlands im Verhältnis zu seinem Guthaben, desto günstiger der Wechselkurs für Deutschland, desto ungünstiger der Wechselkurs für England. Da der englische Wechselkurs in Deutschland mit fester Valuta des Auslandes notiert wird, so drückt sich die Ungunst der deutschen Zahlungsbilanz in einem Steigen des Wechselkurses auf London, die Gunst der Zahlungsbilanz in einem Fallen des Wechselkurses auf London aus. Die Ungunst der deutschen Zahlungsbilanz kann indess den Wechselkurs nur bis zu einer bestimmten, berechenbaren Höhe treiben, die Gunst der deutschen Zahlungsbilanz ihn niemals unter ein bestimmtes, berechenbares Niveau drücken. Denn, wenn Deutschlands Zahlungsbilanz sehr ungünstig ist, so wird der

[1]) Sämtliche Ziffern laut Swoboda, S. 81/2 und 338/9.

Wechselkurs schliesslich einmal eine solche Höhe erreichen, dass es rentabler erscheinen muss, anstatt durch Remittierung von Wechseln die Verbindlichkeiten in England zu decken, deutsche Doppelkronen dorthin zu senden und sie dort in englische Sovereign umprägen zu lassen. Das Niveau des Wechselkurses, bei welchem eine solche Transaction rentabel wird, lässt sich arithmetisch genau feststellen, da alle hier zu berücksichtigenden Spesen: des Transportes, des Zinsverlustes und der Versicherungsgebühr exact berechnet werden können(— eine Prägegebühr erhebt die engliche Münze nicht): darum lässt sich arithmetisch feststellen, bis zu welcher Höhe die Ungunst der deutschen Zahlungsbilanz den deutsch-englischen Wechselkurs treiben kann.

Die gleichen Verhältnisse beherrschen die sinkende Tendenz des deutschen Wechselkurses, die Folge der günstigen Zahlungsbilanz. Der Wechselkurs fällt bis zu der Grenze, nach deren Ueberschreitung es vorteilhafter für England ist, den Ueberschuss seiner Zahlungsverpflichtungen über seine Guthaben durch die Versendung englischer Sovereigns zu bewerkstelligen. Auch diese Grenze lässt sich mit arithmetischer Genauigkeit fesstellen, nur ist hier unter den Spesen noch die seitens der deutschen Münzen erhobene Prägegebühr von 3 Mark pro 1 Pfund Feingold zu berücksichtigen.

Wenn so schon als eine Folge des natürlichen gegenseitigen Verhältnisses des gesetzlichen Zahlungsmittels Deutschlands zu demjenigen Englands der Spielraum, zwischen welchem eine Schwankung des deutsch-englichen Wechselkurses möglich ist, sehr gering ist, so erfährt dieser Spielraum noch eine weitere Verengung durch die Einrichtung der modernen Zentral-Notenbanken, welche — stets vom Interesse geleitet, ihren Metallbestand möglichst zu vergrössern, — bestimmte, nur selten um ein ganz Geringes veränderte Preise einheimischen Geldes festsetzen, zu denen sie die Goldmünzen anderer Länder sowie Barrengold ankaufen. Andererseits bestimmen diese Banken feste Preise, zu denen sie Barrengold und ausländische Goldmünzen verkaufen: diese Preise werden derart festgesetzt, dass sobald die Wechselkurse einen Goldexport erlauben, in erster Reihe Barrengold und aus-

ländische Münzen zur Ausfuhr verlangt werden und in letzter Linie inländische Goldmünzen, eine Politik, die dem Zwecke des Schutzes des einheimischen Metallumlaufes dienen soll.

So kauft die Bank von England — hierzu übrigens durch Staatsgesetz verpflichtet — meistens Barrengold zum Preise von £ 3.17.9.; sie kauft ferner in der Regel

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Napoleons | zu £ | 3.16.4½[1]) | per | Unze | Brutto |
| Amerik. Eagles | „ | 3.16.4½ | „ | „ | „ |
| Doppelkronnen | „ „ | 3.16.4½ | „ | „ | „ etc. und |

verkauft die Unze Gold zu £ 3.17.10½, sowie

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Napoleons | zu £ | 3.16.9. | per | Unze | Brutto |
| Amerik. Eagles | „ | 3.16.8. | „ | „ | „ |
| Doppelkronen | „ „ | 3.16.9. | „ | „ | „ |

Die deutsche Reichsbank zahlt gewöhnlich Mark 1392 für das Pfund Feingold: weiterhin kauft sie von bekannten Personen oder Handlungshäusern angebotene ausländische Münzsorten.

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Sovereigns | zu Mk. | 1275.768 | pro | Pfund | Brutto |
| Eagles | „ „ | 1252.800 | „ | „ | „ |
| Napoleons | „ „ | 1252.104 | „ | „ | „ |

Die deutsche Reichsbank gewährt ferner in Zeiten starken Geldbedarfs denjenigen Firmen, welche ihr mitteilen, dass Goldsendungen auf dem Wege nach Deutschland begriffen sind, zinsfreie Vorschüsse für die Dauer des Transportes, so dass ein recht bedeutender Posten der gesamten Versendungsspesen hier entfällt.

Unter Berücksichtigung all dieser Vergünstigungen, durch welche die Kosten des Gold-Imports und des Goldexports verringert werden, kann angenommen werden, dass es — unter Zugrundelegung der oben angeführten Tarife — vorteilhafter ist, durch Goldsendungen Zahlungsverpflichtungen in England zu begleichen, sobald der deutsch-engliche Wechselkurs 20.49½ erreicht hat, dass umgekehrt, sobald der Wechsel-

[1]) S. Swoboda, „London“ a. a. O. Die Abnutzung der metallischen Münzen ist bereits in der Normierung der Ankaufs- und Verkaufspreise der Zentralbanken berücksichtigt.

kurs bis 20.33½[1]) gesunken, Zahlungen Englands an Deutschland am vorteilhaftesten durch Metallsendungen geleistet werden. Diejenigen Wechselkurse, welche die Grenze bilden, nach deren Überschreitung es vorteilhafter ist, Zahlungsver-

[1]) Es fällt wohl auf, dass der obere Goldpunkt mit 20.49½ nicht ebensoweit von der Parität 20.429 entfernt ist als der untere Goldpunkt, der sich auf 20.33½ berechnet. Die Entfernung des oberen Goldpunktes von der Parität beträgt 6½ Pfennige, diejenige des unteren Goldpunktes 9½ Pfennige. Diese Differenz erklärt sich vollständig aus dem Umstande, dass die seitens der Bank von England gewährten Bedingungen für den Ankauf von Goldmünzen günstiger sind als die seitens der deutschen Reichsbank gestellten. Für den Ankauf von Goldmünzen stellen sich die seitens der deutschen Reichsbank gewährten Bedingungen folgendermassen:

M. 1275.768 = 1 deutsches Münzpfund englischer Sovereigns
1 Pfund = 500 Gramm
7.988 gr. = 1 Sovereign, bei einer Parität von
1 Sovereign = 20,429455; demnach bezahlt die deutsche Reichsbank für 1 £ Sterling = 20,38, oder für das Äquivalent englischer Währung von Mk. 20,00 = 19,95 Mk.

Die Bank von England dagegen stellt folgende Bedingungen:

sh. 76.4½ d = 1 Unze deutsche 20 Mark-Stücke
1 Unze = 31,1035 Gramm
7,9649 gr. = 1 20 Mark-Stück
1 = 20 Mark
20,43 = 1 £
1 £ = 20 sh;

Demnach zahlt die Bank von England — auf Grund des obigen Tarifes — für 1 Zwanzigmarkstück = 19,985 Mk. oder für das deutsche Äquivalent eines englischen £ = 20,42.

Es zeigt sich so, dass ceteris paribus der obere (Deutschland ungünstige) Goldpunkt stets um 4 Pfennige näher der Parität liegen muss als der untere Goldpunkt. Dagegen ist jedoch der Vorteil in Rechnung zu bringen, der dem deutschen Goldimporteur seitens der deutschen Reichsbank in Form von zinsfreien Vorschüssen gewährt wird: selbstverständlich schwankt dieser Vorteil mit den Schwankungen der Diskontsätze. Rechnet man im Durchschnitt die Zinsbefreiung mit 3% auf 6 Tage d. i. 1/20% gleich 1 Pfennig aus, so ergiebt sich, dass der obere Goldpunkt des deutsch-englischen Wechselkurses ungefähr um 3 Pfennig — je nach der Höhe des Diskontsatzes ein wenig mehr oder weniger — näher der Parität liegen müsste als der untere Goldpunkt.

Die Affinierungsgebühr beträgt in London ¼ d pro Unze, d. i. ca. ¼‰ (an vielen anderen Plätzen wird überhaupt keine Affinierungsgebühr erhoben).

pflichtungen durch Metallsendungen zu begleichen, nennt man Goldpunkte.

Bei dem deutsch-englischen Wechselkurse wurde der obere Goldpunkt mit 20.49 1/2, der untere mit 20.33 1/2 angenommen. Hier sind somit den Schwankungen der Wechselkurse enge Grenzen gezogen, deren Überschreitung unmöglich ist, — so lange eben beide Länder unbedingt in Gold zahlen, und jederzeit bei den Zentralnotenbanken, der Bank von England und der deutschen Reichsbank, Gold zu den angeführten Bedingungen in jedem Betrage erhältlich ist. So lange dies zutrifft, kann der deutsche Inhaber englischer Wechsel gewiss sein, dass er mindestens für jedes englische Pfund Sterling 20.33 1/2 Mark erhalten wird, und umgekehrt wird der an England verschuldete Deutsche nicht mehr als 20.49 1/2 Mark pro Pfund Sterling zu zahlen haben.

Doch diese Ziffern können nicht als unverrückbare Grenzen angesehen werden: wie bereits erwähnt, verändert die Bank von England wie die deutsche Reichsbank manchmal ihre Tarife für An- und Verkauf sowohl von Goldbarren als von ausländischen Goldmünzen,[1]) meistens in den Perioden, in welchen durch eine kleine Erhöhung des Ankaufspreises eine Vermehrung, oder die Hemmung einer Verminderung der Goldbestände der Zentralbank angestrebt wird. Gesetzliche Grenzen wird beiden Instituten nur insoweit gesetzt, als Mindestpreise vorgeschrieben sind, welche sie für alles eingeliefert Barrengold zu zahlen haben (die Bank von England 77 sh. 9d pro 1 Unze Standard, die deutsche Reichsbank M. 1392 pro 1 Pfund Feingold). Erschöpfendes Material über das Mass der Preisschwankungen ist nicht bekanntgegeben; jedenfalls jedoch sind diese Veränderungen der Tarife bei einer Berechnung der Goldpunkte von Bedeutung: so beträgt z. B. die Differenz der Ankaufspreise amerikanischer Dollars seitens der Bank von England bis zu 1d pro Unze, d. i. ca.

[1]) Selbstverständlich sind die Zentralbanken zu Goldtransaktionen (ausgenommen die Transaktionen mit inländischen Goldmünzen) zum festgesetzten Preise nur soweit verpflichtet, als dies der Zentralleitung beliebt; z. B. ist keine Bank verpflichtet, jeden ihr angebotenen Betrag ausländischer Goldmünzen anzunehmen.

1 1/8‰. Es ist hierbei zu berücksichtigen, dass jede Erhöhung des Ankaufspreises von Gold den Goldpunkt der Parität nähert, während jede Erhöhung des Verkaufspreises ihn von der Parität entfernt.

Es ist festzuhalten: auch für den englisch-deutschen Wechselkurs giebt es keine unveränderlichen Goldpunkte; es kann nur konstatiert werden, dass meistens die aufgeführten Gold-Ankaufs- und Verkaufstarife massgebend sind.

Ferner ist jedoch auch sowohl die Art des Goldbesitzes der Centralbank als auch ihre Goldpolitik von Einfluss auf die Höhe der Goldpunkte. Da die Exportierung deutscher Doppelkronen von England nach Deutschland bereits bei einem höheren Wechselkurse rentabel ist als die Ausfuhr von Goldbarren und fremder Goldmünzen, [1]) so wird — wenn die Bank von England deutsche Doppelkronen besitzt — ein Export nach Deutschland schon bei einem höheren Wechselkurse vorteilhaft sein. Um indessen einen solchen Goldexport bei einem relativ hohen Wechselkurse hintanzuhalten, verweigert die Bank von England oft die Abgabe von Goldmünzen desjenigen Auslands, nach welchem ein Goldexport beabsichtigt ist oder nach welchem sie die Absicht eines Geldexports vermutet. In solchen Fällen kommt es schliesslich vor, dass die Bank von England nur ihrer gesetzlichen Pflicht nachkommt, in Sovereigns zu zahlen, während sie Barrengold und fremde Goldmünzen zurückhält.

Jedenfalls jedoch muss die Bank von England jederzeit auf Verlangen Gold — seien es auch nur Sovereigns — in jedem Betrage abgeben; — nicht so die Deutsche Reichsbank. Ihr steht das Recht zu, nach ihrem Belieben — solange deutsche Reichsthaler noch im Umlaufe sind — in Thalern die Zahlungen zu leisten; von diesem ihr durch die Münz-

---

[1]) Die Exportierung deutscher Doppelkronen von England nach Deutschland ist darum bereits bei einem höheren Wechselkurse rentabel als die Ausfuhr von Barrengold und fremden Goldmünzen, weil auch die abgenützten Doppelkronen zu ihrem Nominalwerte in den Verkehr gebracht werden können, während Barrengold wie fremde Goldmünzen bei dem Ankaufe seitens der Zentralbank nach ihrem Gewicht bemessen werden.

verfassung gesicherten Rechte hat sie indess praktisch noch niemals Gebrauch gemacht. Dagegen — und dies wird von den Kreisen der Berliner Haute Finance offen zugestanden — stehen dem Direktorium der Reichsbank indirekte Mittel zur Seite, die ihm die Möglichkeit geben, die einen Geldexport beabsichtigenden Arbitrageure von der Ausführung ihres Vorhabens abzuhalten: und diese Mittel werden auch zur Zeit des Bedarfs nicht unbenutzt gelassen. Am meisten liebt es die Reichbank, die ja durch ihren ausserordentlichen Einfluss auf den deutschen Geldmarkt den Willen der Haute Finance beherrschen kann, mit einer Erhöhung der von ihr einseitig, d. h. willkürlich zu bestimmenden, als Garantie der Girotransactionen zinslos bei ihr zu deponierenden Mindestsumme, zu drohen. Dass die deutsche Reichsbank in der That nicht stets freiwillig Gold abgiebt, erwies sich am besten im Dezember 1899, als der deutsch-englische Wechselkurs bis 20,60 stieg, ja sogar im Durchschnitt des Monats 20,497 betrug, d. h um 0,002 Mark über dem angeführten Goldpunkte stand. Es hiess damals, und dies war auch richtig, Russland habe 90,000,000 Mark in Gold nach Deutschland gesandt, die im Dezember auf russische Rechnung nach England remittiert werden mussten: als Erklärung des hohen Wechselkurses wurde von Berliner Grossbanken hinzugefügt, dass Russland aus politischen Gründen nicht gewünscht habe, dass Gold zur Zahlung der Schuld an England verwendet werde: die russische Regierung habe vielmehr einem Berliner Bankhaus den Auftrag erteilt, den vollen Betrag zu jedem Preise in kurzsichtigen Wechseln und Checks auf London zu remittieren. Diese Erklärung wurde sicherlich nur künstlich geschaffen, um die den hohen Wechselkurs beschreiende Presse zu besänftigen: der beste Beweis für diese Thatsache liegt wohl in dem Umstande, dass, wie die Edelmetallstatistik des Jahres 1900 zeigte, die Ende 1899 von Russland nach Deutschland gesandten Mark 90,000,000, Anfang 1900 dennoch grösstenteils nach England wanderten.[1]) Die wahre Ursache des hohen Wechsel-

[1]) Die Edelmetallstatistik der Monate Dezember 1899 bis März 1900 zeigt Folgendes: Es wurden aus Russland nach Deutschland importiert im Dezember 1899: $315_{87}$ Doppelzentner gemünztes Gold, was

kurses war die durch den Beginn des Transvaal-Krieges und den in London herrschenden siebenprozentigen Marktdiskont bedingte Abrufung grosser englischer Guthaben aus Deutschland gewesen zu einer Zeit, wo ein ausserordentlich schwacher Status der Reichsbank den Beginn eines von enormem Wechselangebot begleiteten Jahreswechsels einleitete. In einer solchen Periode wollte die Deutsche Reichsbank sich keineswegs durch den Angriff des Auslands noch weiter schwächnen lassen.

Thatsache ist eben, dass in jenen Wochen die Reichsbank nicht dem höchsten Gebot der Goldwährung nachkam, jeden verlangten Betrag des gelben Metalles auszuzahlen. Da indessen in Deutschland nicht, wie dies in England der Fall ist, ausserhalb der Centralnotenbank ein freier, von der Bank unabhängiger Goldmarkt existiert, wo Gold in jedem Betrage käuflich ist, so war es praktisch durch das Verhalten der Reichsbank unmöglich gemacht worden, bei dem hohen Stand des deutsch-englischen Wechselkurses den vorteilhafteren Weg der Edelmetallversendung zu beschreiten. Unter gewöhnlichen Umständen wirkt die Edelmetallversendung von Deutschland nach England hemmend auf ein Steigen des Wechselkurses über den oberen Goldpunkt. Hier war es jedoch erschwert, Edelmetall zu versenden: es fehlte darum der Hemmschuh, der sich hindernd jedem Steigen des Wechselkurses über den Goldpunkt entgegenstellte. Die Folge machte sich sehr schnell und deutlich bemerkbar: der englisch-deutsche Wechselkurs stieg weit über den oberen Goldpunkt. Damit waren die durch die Goldpunkte bedingten Grenzen, die den Schwankungen des englisch-deutschen Wechselkurses gezogen sind, überschritten: die Grenze konnte indessen nur darum überschritten werden, weil die Grundlage, auf der die Existenz der Grenzen beruht, — weil die Möglichkeit, gesetzliche

---

einen Wert von ca. 90 Mill. Mark repräsentiert. In diesem Monat fand weder nach Russland noch nach Grossbritannien irgendwelches Goldexport statt. In den Monaten Januar bis März 1900 exportierte Deutschland nach England, teilweise über Holland, $218_{54}$ Doppelzentner, gleich ca. 64 Mill. Mark. (Vgl. Monatl. Ausweise über den Handel d. deutschen Zollgebiets 1899 und 1900; ferner Volkswertschaftl. Chronik in Conrad's Jahrb. 1900. S. 47.)

Zahlungsmittel des einen Landes nach dem anderen Lande zu exportieren, insoweit benommen war, als die Deutsche Reichsbank die Herausgabe von Goldmünzen überhaupt — auch die Herausgabe von Doppelkronen — verweigerte: das Risico der Valuta hatte sich damit erweitert. Nur dem Umstande, dass Deutschlands Finanzverhältnisse im Allgemeinen einen sehr hohen Kredit geniessen, war es zu danken, dass der Wechselkurs nicht über 20,60 stieg. Jedenfalls aber lehrte der Dezember des Jahres 1899, dass in Deutschland auch praktisch die unbedingte Zahlung in Gold noch nicht immer gesichert ist.

Aus den Beziehungen des englisch-deutschen Wechselkurses ergab sich, dass, wenn und so lange beide Länder unbedingt in Gold zahlen, den Schwankungen des die Zahlungsbilanz beider Länder ausdrückenden Wechselkurses sehr enge Grenzen gezogen sind, so dass das Risico der Valuta nach beiden Seiten hin sehr eng begrenzt ist. Das Bestehen dieser engen Grenzen entspringt dem Umstande, dass das gesetzliche Zahlungsmittel beider Länder aus der gleichen Ware derart hergestellt ist, dass sein Nominalwert seinem Metallwert entspricht, so dass, wenn die Notwendigkeit vorliegt, das gesetzliche Zahlungsmittel beider Länder stets in jedem Betrage erhältlich ist und dass das gesetzliche Zahlungsmittel des einen Landes in dem anderen Lande stets als Ware zu der vollen Höhe seines Nominalwartes verkauft werden kann.

Natürlich erweitern sich, sobald die Grundlage zerstört wird, auf der die Existenz der den Schwankungen der Wechselkurse gesetzten engen Grenzen beruht, auch diese Grenzen selbst: das Risico der Valuta wächst, — theoretisch bis zu dem Punkte, der es vorteilhaft erscheinen lässt, irgendwelche andere Münzen des Landes, — etwa Silbermünzeu, deren Nominalwert ihren Metallwert übersteigt, — zu exportieren.

Die gleichen Verhältnisse, welche den englisch-deutschen Wechselkurs beherrschen, obwalten bei dem amerikanisch-deutschen Kurse. Die Grundlage der amerikanischen Währung ist der Eagle (gleich 10 Dollars), geprägt zu 66.718 Gramm, mit 900/1000 Feingehalt, sodass die Parität eines Dollar mit der deutschen Währung 4,1979 Mark ist. Auch hier

sind die Goldpunkte zu Gunsten Deutschlands weiter von der Parität entfernt als diejenigen zu Gunsten der Vereinigten Staaten. Bei dem Berlin-Newyorker Wechselkurse, der das Äquivalent deutscher Währung für $ 100 ausdrückt, ist diejenige Grenze, nach deren Überschreitung es vorteilhafter wird, durch Edelmetallsendungen deutsche Zahlungsverpflichtungen in New-York zu tilgen, gewöhnlich 421.85: diejenige Grenze, deren Überschreitung die Sendung von Edelmetall nach Deutschland rentabel macht, gewöhnlich 416.80. [1] [2])

Im deutsch-holländischen Zahlungsverkehr sind den Schwankungen des Wechselkurses gleich enge Grenzen gesetzt, die sich nur dadurch unterscheiden, dass in diesem Falle der Deutschland günstige Goldpunkt näher der Parität liegt als der Deutschland ungünstige, eine Folgeerscheinung des Um-

[1]) Der obere Goldpunkt ist somit 2.06 Mark, der untere 2.99 Mark von der Parität entfernt. Die Differenz erklärt sich wiederum aus dem Umstande, dass die seitens der amerikanischen Münze gestellten Ankaufsbedingungen für deutsches Gold günstiger sind als die seitens der deutschen Reichsbank für amerikanische Eagles aufgestellten. Die deutsche Reichsbank zahlt

M: 1252.800 = 1 Zollpfund amerikanischer Eagles
1 Pfund = 500 Gramm
16.718 Gramm = 1 Eagle, bei einer Parität von
419.79 Mark = 100 Dollar: dies ergiebt, dass die deutsche Reichsbank für 1 Eagle = das Äquivalent deutscher Währung von $ 9.975 gewährt oder 95.04 cents = 4 Mark deutscher Währung.

[2]) In New-York wird der Wechselkurs als das Äquivalent amerikanischer Cents von 4 Mark notiert; der Pariwert der deutschen mit der amerikanischen Währung ist hier 95,28, der Deutschland ungünstige Goldpunkt 94,81, der Deutschland günstige Goldpunkt 95,94 cents. Die amerikanische Münze gewährt:

Dollar 20,67183 = 1 Unze feines Gold d. i.
1 Unze = 31,1035 gramm, wobei
1 Doppelkrone = 7,9649 gramm mit
900 gr. Feingold = 1000 Rohgewicht angenommen wird,

so dass die amerikanische Münze für das deutsche Äquivalent eines Eagle = Dollar 9,989 bezahlt, d. i. 95,18 cent für 4 Mark deutsches Geld. Der Gegenwert des eingelieferten Edelmetalls wird stets ganz wenige Tage nach der Einlieferung durch die Assay-Offices ausbezahlt, so dass ein Zinsverlust nur für diese wenigen Tage zu berücksichtigen ist. Unter Einrechnung aller anderen Spesen (Abnutzung etc.) ergeben sich obige Ziffern.

standes, dass die von der Niederländischen Bank gewährten Bedingungen des Goldankaufs meist nicht so günstig als die seitens der deutschen Reichsbank gestellten sind. Die Parität der Valuten ist 168,74: die Niederländische Bank zahlt für 2 Pfund fein = fl: 1648, d. i. à 899 1/2 gramm fein für 100 fl. = 168,35 M., während die deutsche Reichsbank 168,48 M. gewährt.[1]) Diese Verschiedenheit der Goldankaufspreise bewirkt, dass der Deutschland ungünstige Goldpunkt meist 169.45 beträgt, während die dem Wechselkurs zu Gunsten Deutschlands gesetzte Grenze gewöhnlich bereits bei einem Kurse von 168,25 erreicht ist.

All diese Deutschland ungünstigen Grenzen derjenigen Wechselkurse, welche den Zahlungsverkehr Deutschlands mit den übrigen in Gold zahlenden Ländern beherrschen, gelten natürlich nur für den Fall, dass in Deutschland jederzeit Gold in jedem Betrage erhältlich ist. Wird diese Möglichkeit abgeschnitten, so verschiebt sich diese Grenze weiter nach unten, — bis zu dem Punkte, dessen Überschreitung eine Versendung anderer Landesmünzen nach dem Auslande vorteilhaft erscheinen lässt.

Die Parität des englisch-amerikanischen Wechselkurses ist 4$_{867}$: der England ungünstige Goldpunkt ist in der Regel mit einem Kurse von 4$_{827}$, der England günstige mit einem Kurse von 4$_{89}$ anzunehmen. Es ist hier festzuhalten, dass unter dem als Goldpunkt angegebenen Wechselkurse Cable-Transfer-(Telegraphische Auszahlungen)-Kurse zu verstehen sind, also auf beiden Seiten keine Zinsberechnung stattfindet.

Die Parität des englisch-holländischen Wechselkurses ist 12,107. Auch hier sind die seitens der Niederländischen Bank aufgestellten Ankaufsbedingungen für englisches Gold meist ungünstiger als die seitens der Bank von England festgesetzten. Die Niederländische Bank zahlt für ein Pfund Sterling gewöhnlich nur fl. 12,075, während die Bank von England in der Regel fl. 12,092, gewährt. Die dem für Holland günstigen Wechselkurse gesetzte Grenze ist darum

[1]) Auch auf die Niederländische Bank sowohl als auf die amerikanische Münze sind die Ausführungen S. 43 anzuwenden.

meist 12,043, während die England günstige gewöhnlich schon von einem Wechselkurse von 12,147 berührt wird.

Eine besondere Stellung im Bezug auf die Begrenzung der Schwankungen der Wechselkurse nehmen die Länder der lateinischen Münzunion ein, sowohl in ihren Beziehungen unter einander, als auch in ihren Beziehungen zu den übrigen Ländern, von denen hauptsächlich die nur in Gold zahlenden Länder in Betracht kommen. Die Länder der lateinischen Münzunion besitzen heute praktisch eine hinkende Währung. Es existiert unbeschränkte Privatgoldprägung in all den dieser Union angehörigen Staaten: die Goldmünzen (20-Francs-Stücke) jedes Staates geniessen volle Zahlungskraft in allen Staaten. Daneben giebt es aber noch eine silberne Münze, ein Fünffrankenstück, dem die gleiche gesetzliche Zahlungskraft innewohnt, genau wie theoretisch dem Thalerstücke in Deutschland. Der Unterschied macht sich nur dadurch geltend, dass in Deutschland von diesem Rechte praktisch kein Gebrauch gemacht wird, während die Länder der lateinischen Münzunion die ihnen durch dieses Vorrecht entstehende Macht sehr häufig ausnutzen.

Zunächst die Beziehungen der Länder der Münzunion untereinander.[1][2] Der Umstand, dass die metallischen gesetzlichen Zahlungsmittel den drei Ländern — Frankreich, Belgien und der Schweiz — gemeinsam sind, ist von wesentlicher Bedeutung für den Wechselkurs. Die Hauptursache der geringen Ausdehnung der Schwankungen der Wechelkurse zwischen denjenigen Ländern, deren gesetzliche Zahlungsmittel verschieden, jedoch aus dem gleichen Metalle derart hergestellt sind, dass ihr Nominalwert ihrem Metallwert ent-

[1]) Die beiden Länder der Münzunion, welche in eine Papierwirtschaft geraten sind, Italien und Griechenland, gehören nicht in diese Betrachtung, die sich darum auf Frankreich, Belgien und die Schweiz beschränken wird.

[2]) Die Thatsache, dass zwischen den Ländern der Münzunion überhaupt Wechselkurse bestehen, beweist, dass die Einheitlichkeit der Volkswirtschaft bei der Bewertung der Valuta eines Landes doch von grösserer Bedeutung ist als die Einheitlichkeit der Valutaverhältnisse. So existiert ja auch — trotz Einheitlichkeit der Valuta — ein Wechselkurs zwischen London und Sidney. Vgl. S. 27.

spricht, entspringt der Gunst der Bedingungen, welche die Zentralnotenbanken für den Ankauf fremder Münzen gewähren; trotzdem aber bezahlt kein Zentralinstitut für die fremden Münzen das volle Äquivalent des Nominalwertes der Münzen, besonders da das Moment der Abnutzung der eingelieferten Stücke hier in Anschlag zu bringen ist.[1]) Ist jedoch das gesetzliche Zahlungsmittel des fremden Landes in dem einheimischen Lande gleichfalls gesetzliches Zahlungsmittel, so entfällt vollständig die Notwendigkeit, dass die Zentralbank Ankaufsbedingungen für das Metallgeld des Auslandes stellt: denn der freie Verkehr des Inlandes nimmt — wenn auch nicht hierzu verpflichtet — das ausländische Metallgeld zu der Höhe seines Nominalwertes auf, d. i. zu einem höheren Preise als demjenigen, den die Zentralbank bestenfalls gewähren könnte, da sie ja stets die Abnutzung der ihr eingereichten Münzen in Anrechnung bringen muss. Dadurch, dass in dieser Weise bei einem Import oder Export gesetzlicher Zahlungsmittel von einem Lande der Münzunion zu einem anderen der diesem Vereine angehörigen Staaten stets der höchst mögliche Preis erzielt wird, werden selbstverständlich die Gesamtspesen des Transports herabgemindert und hierdurch die Grenzen, welche den Schwankungen der Wechselkurse gesetzt sind, eingeengt. Die einzigen Kosten, die an eine Versendung des Edelmetalls geknüpft sind, bestehen hier aus den eigentlichen Transportspesen, den Versicherungskosten und dem durch die Versendung bedingten Zinsverluste; doch alle drei Momente sind hier nur von äusserst geringer Bedeutung, da eine Versendung in diesem Falle ja nur von der Grenzstation des einen Landes zur benachbarten

[1]) Nach den angeführten Beispielen zahlt — auf Grund der angegebenen Tarife —:

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| die Deutsche Reichsbank | für | £ | 1 | $20._{38}$ | M. | bei einer Parität von | | $20._{43}$ | M. |
| „ Bank von England | „ | M. | 20 | $19._{985}$ | „ | „ | „ | „ | $20.—$ | „ |
| „ Deutsche Reichsbank | „ | $ | 100 | $418._{70}$ | „ | „ | „ | „ | $419._{78}$ | „ |
| „ amerikanische Münze | „ | M. | 4 | $3._{995}$ | „ | „ | „ | „ | $4.—$ | „ |
| „ Deutsche Reichsbank | „ | flh. | 100 | $168._{48}$ | „ | „ | „ | „ | $168._{74}$ | „ |
| „ Niederländische Bank | „ | M. | $168_{74}$ | $168._{35}$ | „ | „ | „ | „ | $168._{74}$ | „ |
| „ Bank von England | „ | flh. | $12_{107}$ | $12._{092}$ | flh. | „ | „ | „ | $12._{107}$ | flh. |
| „ Niederländische Bank | „ | £ | 1 | $12._{075}$ | „ | „ | „ | „ | $12._{107}$ | „ „ |

Grenzstation des anderen Landes notwendig ist. So kommt es, dass die Goldpunkte im gegenseitigen Verkehr der Länder der lateinischen Münzunion nur um einen ganz geringen Betrag von der Parität entfernt sind.

Den besten Beleg für die geringe Ausdehnung der Schwankungen des Wechselkurses zwischen zwei Ländern der Münzunion gewährt der französisch-belgische Wechselkurs. Leider fehlt es hier noch an einer Spezialforschung über diese, selbst den Fachleuten noch recht unklare Materie, so dass man sich mit einer Konstatierung der Sachlage begnügen muss und über den Kausalzusammenhang nur Vermutungen aufstellen kann. Es mag sein, dass — obwohl Belgien einen relativ grösseren Goldumlauf hat als Frankreich — der höhere allgemeine Kredit des letzteren die Schuld trägt, es mag vielleicht auch sein, dass eine Auszahlung auf Paris einer solchen auf Belgien ebenso vorgezogen wird wie einer solchen auf französische Bankplätze, infolge der grösseren Weltgangbarkeit der Devise Paris. Thatsache ist, dass der Preis der belgischen Valuta, ausgedrückt in französischer Valuta in der Regel nicht so hoch ist als derjenige der französischen ausgedrückt in belgischer Valuta: d. h. der in Paris notierte Wechselkurs auf Brüssel steht gewöhnlich um ein Geringes unter Pari. Die Parität des französisch-belgischen Wechselkurses ist natürlich fcs. 100.— : eine praktische Bedeutung dieser Parität besteht indess überhaupt nicht, da ja beide Länder das Recht besitzen und ausnutzen, in einem Metallgelde zu zahlen, dessen Nominalwert nicht seinem Warenwert entspricht. Das durchschnittliche Medium zwischen der Valuta Frankreichs und derjenigen Belgiens lässt sich darum am genauesten erkennen aus der Differenz zwischen dem in einem dritten Lande für französische und dem in einem dritten Lande für belgische Wechsel gezahlten Preise. Hier zeigt sich, dass der in Paris für £ 1 — notierte Preis der Vista-Wechsel stets um ca. 4 cents niedrer ist als der in Brüssel gezahlte Preis, dass also die belgische Valuta als um 4 cents pro £ 1 minderwertig angesehen wird, d. i. um 0.16 %. Bringt man diese Differenz in Anrechnung, so ergiebt sich als erfahrungsgemässer Durchschnittssatz des fran-

zösisch-belgischen Wechselkurses nicht fcs. 100 französische Valuta für fcs. 100 belgischer Valuta, sondern nur fcs. 99,84 französischer Valuta für fcs. 100.— belgischer Valuta: die Goldpunkte des Wechselkurses, d. h. die äussersten Grenzen der Schwankungen der Wechselkurse, die in einer Entfernung von der Parität von fcs. 0.30 pro fcs. 100.— angenommen zu werden pflegen, wären dann — unter Zugrundelegung des erfahrungsgemässen Mediums — nicht 100.30 und 99.70, sondern 100.14 und 99.54. Trotzdem ist der den Schwankungen des französisch-belgischen Wechselkurses gegebene Spielraum kleiner als der dem deutsch-englischen Kurse zustehende. Während die Grenzen des deutsch-englischen Wechselkurses — in der obigen Berechnung — um 0,16 Mark auf 20,43 Mark d. i. um 8 ‰, auseinanderliegen, geben die Grenzen des französisch-belgischen, 100,14 einerseits, 99,54 andererseits den Schwankungen des Wechselkurses einen Spielraum von nur 6 ‰.

Schwieriger liegen die Beziehungen des Wechselkurses zwischen Frankreich und der Schweiz. Den Schwankungen des französischen Wechselkurses auf Belgien sind solch enge Grenzen gezogen durch die stets offenstehende Möglichkeit, nötigenfalls zur Begleichung von Schulden Goldmünzen, deren Nominalwert ihrem Metallwert gleicht, von dem einen Lande zum anderen Lande zu senden. Entfällt diese Möglichkeit, dann erweitern sich natürlich auch um ein Bedeutendes die Grenzen, deren Überschreitung den Wechselkursen unmöglich wäre. So liegen die Verhältnisse des schweizerischen Wechselkurses. Die Schweiz leidet an dem grossen Übelstande, eine Mehrzahl von Notenbanken ziemlich gleicher finanzieller Stärke zu besitzen.[1]) Das Interesse dieser Banken, möglichst viele ihrer Noten in Umlauf zu bringen und die hieraus entsprungene, gegenseitige Unterbietung der Discontierungssätze hatte zur Folge, dass der Geldumlauf der Schweiz, von einem Minimum abgesehen, alles Gold verlor, teilweise an das Ausland, teilweise an die Kassen der Banken. Nach der Schätzung

[1]) Näheres siehe Kalkmann, Untersuchung über das Geldwesen der Schweiz, St. Gallen, 1900; und Gygax, Kritische Betrachtung des Schweizer Notenbankwesens, Zürich 1902.

Cramer-Freys betrug der gesamte Geldumlauf der Schweiz im Jahre 1895 Fcs. 253,000,000: hiervon entfielen auf

| | | |
|---|---|---|
| Gold fcs. | 124,000,000 | = 49% |
| Silber „ | 55,000,000 | = 22% |
| ungedeckte Noten | 74,000,000 | = 29% |
| fcs. | 253,000,000 | |

In diesem Jahre betrug bei den Banken durchschnittlich der

| | | |
|---|---|---|
| Goldbestand | 83 | Millionen fcs. |
| Silberbestand | 11 | „ „ |
| Notenumlauf | 168 | „ „ |

Im wirklichen Umlauf befanden sich also in diesem Jahre an

| | | | |
|---|---|---|---|
| Gold | 41 | Millionen fcs. | = 16,2% |
| Silber | 44 | „ „ | = 17,4% |
| Noten | 168 | „ „ | = 66,4% |
| | 253 | Millionen fcs | = 100% |

Der thatsächliche Goldumlauf der Schweiz war also 1895 bereits so gering — und seither hat sich dies Verhältnis nur verschlechtert, dass von einer Abgabe von Gold aus dem freien Verkehr an das Ausland als Gegenmittel gegen hohe Wechselkurse nicht die Rede sein konnte. Die Banken setzen der Ausfuhr von Gold die gleichen Schwierigkeiten entgegen wie die Bank von Frankreich, so dass es gewöhnlich in Zeiten hoher Wechselkurse in der Schweiz unmöglich ist, Gold zu Zwecken der Ausfuhr zu erlangen. Hiermit erweitern sich natürlich auch die Grenzen, die den Schwankungen der Wechselkurse gesetzt waren. In den letzten Jahren hat sich die Spekulation diese Schwäche der schweizerischen Valuta stark zu Nutzen gemacht, indem sie zu Zeiten ungünstiger Wechselkurse Silber den Banken entnahm, nach Frankreich sandte und hier natürlich zum Nominalwerte in den freien Verkehr setzte. Selbstverständlich hat eine solche Operation zur Voraussetzung, dass der Wechselkurs auf Frankreich so ungünstig steht, dass die Marge zwischen seiner Höhe und der Höhe der Parität mindestens der Höhe der Transportkosten gleichkommt. Diese Silberdrainage, die besonders das Silber der an der französischen Grenze liegenden Banken zu

ihren Operationen verwendet, zwingt die angegriffenen Banken stets, gerade zur Zeit der höchsten Wechselkurse Silber aus Frankreich zurückzukaufen, um nicht die eigenen Kassen der notwendigen Mittel zu entblössen, das heisst, die Banken werden von der Silberdrainage gezwungen, gerade zur Zeit der schlechten Wechselkurse die Nachfrage nach Wechseln auf Frankreich zu vergrössern und damit den Wechselkurs noch weiter zu Ungunsten der Schweiz zu treiben. Diese Verhältnisse haben zur Folge, dass seit einer Reihe von Jahren die schweizerischen Wechselkurse auf Frankreich sehr weit von der Parität abweichen, und dass die Grenze der Schwankungen der Wechselkurse zu Ungunsten der Schweiz bis an den Punkt verschoben wird, bei welchem ein Silberexport sich als rentabel erweist. Der Züricher Wechselkurs auf Paris betrug:

| | Maximum | Minimum | Durchschnitt |
|---|---|---|---|
| 1889 | 100,32 | 99,90 | 100,14 |
| 1890 | 100,32 | 100,00 | 100,16 |
| 1891 | 100,45 | 100,00 | 100,32 |
| 1892 | 100,31 | 99,85 | 100,10 |
| 1893 | 100,39 | 99,90 | 100,13 |
| 1894 | 100,26 | 99,89 | 100,04 |
| 1895 | 100,34 | 99,85 | 100,10 |
| 1896 | 100,48 | 99,85 | 100,24 |
| 1897 | 100,69 | 100,00 | 100,35 |
| 1898 | 100,71 | 100,12 | 100,36 |
| 1899 | 100,80 | 100,25 | 100,49 |
| 1900 | 100,78 | 100,29 | 100,54 |

So ist infolge der augenblicklichen Lage der schweizerischen Valutaverhältnisse den Schwankungen der schweizerischen Wechselkurse in der Richtung zu Ungunsten der Schweiz ein ziemlich weiter Spielraum belassen.

Es ergiebt sich, dass die Schwankungen der Wechselkurse zwischen verschiedenen Ländern des gleichen, metallischen gesetzlichen Zahlungsmittels, dessen Nominalwert seinem Metallwert entspricht, sich in relativ sehr engen Grenzen halten müssen. Dieser Spielraum bleibt aber nur so eng, so lange jenes gesetzliche Zahlungsmittel in beiden

Ländern in jedem Betrage erhältlich ist. Sobald jedoch jenes metallische gesetzliche Zahlungsmittel, dessen Nominalwert seinem Metallwert gleicht, in einem der Länder nicht mehr in jedem Betrage zum Pari-Preise erhältlich ist, verschiebt sich die den Schwankungen des Wechselkurses nach der Richtung zu Ungunsten dieses Landes gesetzte Grenze noch stärker zu dessen Ungunsten. Das Beispiel der Schweiz zeigt, dass die jederzeitige Möglichkeit, das nicht in der vollen Höhe seines Nominalwertes ausgeprägte gesetzliche Zahlungsmittel — das 5-Franken-Stück — zu erhalten, nicht genügt, um den Wechselkurs an der Überschreitung derjenigen Grenzen zu hindern, die seinen Schwankungen gesetzt wären, wenn das in der vollen Höhe seines Normalwertes ausgeprägte gesetzliche Zahlungsmittel jederzeit in jeder Quantität erhältlich wäre.

Schliesslich bedarf es noch einer Prüfung der gegenseitigen Beziehungen zwischen den in Gold zahlenden Ländern und den Ländern der lateinischen Münzunion. Der Hauptunterschied zwischen den Valutaverhältnissen der in Gold zahlenden Länder und derjenigen der lateinischen Münzunion besteht darin, dass die letzteren neben dem in der vollen Höhe seines Nominalwertes ausgeprägten gesetzlichen Zahlungsmittel noch ein nicht in der vollen Höhe seines Nominalwertes ausgeprägtes gesetzliches Zahlungsmittel besitzen, von dessen gesetzlicher Zahlkraft sie häufig gegen den Willen des Gläubigers Gebrauch machen. So lange — wie in Deutschland — von dieser gesetzlichen Zahlkraft des nicht in dem vollen Metallwerte seines Nominalwertes ausgeprägten Geldes nicht wider den Willen des Gläubigers Gebrauch gemacht wird, bestimmen sich die den Schwankungen der Wechselkurse gesetzten Grenzen in derselben Weise wie bei dem gegenseitigen Verkehr der in Gold zahlenden Länder.[1])

[1]) Nach dieser Berechnung ergiebt sich als den von der deutschen Reichsbank für 20 fcs. Stücke gezahlten Preis

M. 1252,104 = 1 deutsches Münzpfund französische Goldstücke
1 Pfund = 500 Gramm
6,4516 gr. = 20 fcs. bei einer Parität von
100 fcs. = 81 Mark, so dass die deutsche Reichsbank für
100 fcs. = 80,80 Mark gewährt.

Es sind dann die Grenzen der Schwankungen des deutsch-französischen Wechselkurses gewöhnlich[1]) mit 81,35 beziehungsweise 80,77, die Grenzen der Schwankungen des englisch-französischen Wechselkurses gewöhnlich mit 20.125 beziehungsweise 25.325 anzunehmen. In der That machen aber die Länder der lateinischen Münzunion, besonders die französische Zentralbank, Gebrauch von dem ihnen zustehenden Rechte der Auszahlung in silbernen Fünffrankenstücken: die Bank von Frankreich weigert sich häufig, grössere Summen Goldes auszuzahlen, wenn ihr nicht nachgewiesen werden kann, dass die verlangte Summe zur Bezahlung ausländischen Getreides oder ausländischer Baumwolle dienen soll. Wird indess unbedingt Gold gewünscht, so kann sie zwar nicht einen höheren als den Nominalpreis für 20 fcs. Stücke verlangen: sie schlägt darum eine Auszahlung in Napoleons überhaupt ab und giebt nur Goldbarren und ausländische

---

Die Bank von Frankreich zahlt für deutsche 20-Mark-Stücke:
Fcs. 3091,58 = 1 Kilo deutschen Goldgeldes
1 Kilo = 1000 Gramm
7,9649 gr. = 1 Zwanzig-Mark-Stück, bei einer Parität von
81 Mark = 100 fcs., so dass sich der von der Bank von Frankreich gezahlte Preis auf 80,78 Mark = 100 fcs., d. i. für
100 Mark = 123,80 fcs. stellt.

Die Bank von England gewährt
sh. 76.4½ d. = 1 Unze französische 20 fcs.-Stücke
1 Unze = 31,1035 Gramm
6,4516 gr. = 20 Francs, bei einer Parität von
fcs. 25,22½ = 1 £, so dass sich als der Preis für
fcs. 100 = 99,93 fcs., oder für das französische Äquivalent
eines £ = 25,205 ergiebt.

Die Bank von Frankreich bezahlt
fcs. 3148,29 = 1 Kilo englischen Goldgeldes
1 Kilo = 1000 Gramm
7,988 gr. = 1 £, bei einer Parität von
1 £ = 25,22½, so dass sich der von der Bank von Frankreich gezahlte Preis auf 1 £ = 25,145 fcs. stellt.

Auch hier zeigt sich, dass die seitens der Bank von England aufgestellten Ankaufspreise viel höher sind als die von der Bank von Frankreich oder die von der deutschen Reichsbank anerkannten.

[1]) Vgl. S. 42 ff.

Goldmünzen ab, über deren Preisbestimmung sie allerdings völlig freie Hand hat.[1]) Hierdurch wird die Frankreich günstige Grenze der Schwankungen des Wechselkurses natürlich nicht beeinflusst, sie ist bei dem deutsch-französischen Wechselkurse unverändert — unter gewöhnlichen Verhältnissen — 81,30, bei dem englisch-französischen 25,12 1/2. Dagegen verschiebt sich die Grenze der Schwankungen des Frankreich ungünstigen Wechselkurses in demselben Masse, in welchem sich der von der Bank von Frankreich für Goldbarren und ausländisches Gold belastete Preis erhöht. Eine genauere Statistik dieser Preise, die stets in einer festen Summe plus einer in Promille ausgedrückten Prämie festgesetzt wird, existiert nicht, besonders aus dem Grunde, weil die Bank von Frankreich in dieser Beziehung völlig individuell vorgeht. Ein annäherndes Bild von der Höhe der Prämie lässt sich indessen gewinnen aus der Statistik der am freien Markte der Pariser Börse für Gold gezahlten Prämien.[2])

[1]) Vgl. Landesberger, Goldprämienpolitik d. Notenbanken, Wien 1892.

[2]) Goldprämie. ‰. (Berechnet nach Kalkmann, Schweiz. Währg., Beilage zum Jahresbericht d. Handelskammer von St. Gallen).

| | 1880 | 1881 | 1882 | 1883 | 1884 | 1885 | 1886 | 1887 | 1888 | 1889 | 1890 | 1891 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Januar | 1,25 | 3,00 | 2,63 | 0.50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 6,50, | 4,13 | 3,50 | 2,63 | 5,00 |
| Februar | 0,50 | 4,13 | 2,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 6,50 | 3,00 | 3,50 | 3,00 | 4,00 |
| März | 0,25 | 4.38 | 1,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 5.80 | 3,00 | 3,50 | 2.50 | 4,00 |
| April | 4.50 | 5,60 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0.50 | 0,50 | 5.50 | 3,00 | 3,50 | 1.80 | 4,00 |
| Mai | 3,25 | 4,25 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 1,50 | 3,00 | 1,70 | 1,25 | 4,00 |
| Juni | 4,75 | 4,38 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 1,50 | 3,00 | 0,50 | 0,25 | 4,00 |
| Juli | 4,88 | 3,88 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 1,50 | 3,00 | 0,50 | 0,80 | 3,80 |
| August | 4,75 | 2,75 | 0,50 | 1,50 | 0,50 | 0,50 | 1,50 | 3,38 | 3,30 | 0,60 | 1,00 | 5,00 |
| September | 6,00 | 4,80 | 0,50 | 1,25 | 0,50 | 0.50 | 3,50 | 4.50 | 4,38 | 1,00 | 1,00 | 6,25 |
| Oktober | 6,00 | 5,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 3,50 | 4,50 | 5,70 | 1,50 | 1,00 | 5,70 |
| November | 5,00 | 5,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 3,50 | 4,50 | 4,00 | 1,50 | 3,00 | 3,70 |
| Dezember | 5,00 | 4,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 4,13 | 4,50 | 3,50 | 1,50 | 5,00 | 3,15 |
| Durchschnitt | 3,84 | 4,37 | 0,93 | 0,64 | 0,50 | 0,50 | 1,64 | 4,18 | 3,63 | 1,90 | 1,94 | 4,39 |
| Maximum | 7 | 7 | 4 | 3 | 1 | 1 | 7 | 7 | 7 | 4 | 6 | 8 |
| Minimum | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 | 1,50 |

Es zeigen sich aus dieser Tabelle die grossen Schwankungen in der Höhe der Prämie, der theoretisch nur eine sehr weite Grenze gesetzt ist. Als die den Schwankungen der Wechselkurse zu Ungunsten Frankreichs gesetzte Grenze lässt sich höchstens derjenige Kurs annehmen, der in einer Reihe von Jahren erfahrungsgemäss als der Frankreich ungünstigste sich erwiesen hat. Die niedrigste Notierung erlebte der französische Wechselkurs am Ende der 80er Jahre.

| Es war der | Kurs | | | der niedrigste Kurs entspricht einer seitens der Bank von Frankreich erhobenen Prämie von | Höchste Prämie am Markte während des Jahres |
|---|---|---|---|---|---|
| | durchschnittliche | höchste | niedrigste | | |
| 1885 | 80,77 | 81,00 | 80,50 | $3\,^1/_2\,^0/_{00}$ | $1\,^0/_{00}$ |
| 1886 | 80,78 | 81,24 | 80,20 | $7\,^1/_4\,^0/_{00}$ | $7\,^0/_{00}$ |
| 1887 | 80,50 | 81,90 | 80,15 | $7\,^3/_4\,^0/_{00}$ | $7\,^0/_{00}$ |
| 1888 | 80,58 | 81,80 | 80,35 | $5\,^1/_4\,^0/_{00}$ | $7\,^0/_{00}$ |

Der Wechselkurs von 80,15 im Dezember 1887 bedeutet indessen nur eine Ausnahme: dieser Tiefpunkt wurde seither nicht mehr erreicht. Ein Kurs von 80,20 ist jedoch nicht selten, so dass dieser Preis als der thatsächliche Tiefpunkt des französischen Wechselkurses betrachtet werden kann, als die Grenze der Schwankungen der Wechselkurse.

Der Höchststand des englisch-französischen Wechselkurses wurde im Jahre 1899 erreicht, wo öfters ein Preis von

| | 1892 | 1893 | 1894 | 1895 | 1896 | 1897 | 1898 | 1899 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Januar | 3,25 | 0,25 | 0,47 | 0,00 | 0,38 | 2,13 | 2,50 | 1,25 |
| Februar | 1,63 | 0,13 | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 1,07 | 2,33 | 0,50 |
| März | 1,30 | 0,80 | 0,10 | 0,38 | 1,25 | 0,25 | 3,90 | 1,90 |
| April | 0,25 | 0,50 | 0,00 | 0,38 | 0,88 | 0,00 | 4,87 | 1,47 |
| Mai | 0,00 | 0,92 | 0,30 | 0,00 | 0,47 | 0,00 | 4.50 | 0,50 |
| Juni | 0,10 | 0,30 | 0,00 | 0,00 | 0,30 | 0,10 | 3,63 | 1,20 |
| Juli | 0,00 | 0,07 | 0,00 | 0,00 | 0,10 | 0,00 | 2,75 | 1,38 |
| August | 0,38 | 4,80 | 0,00 | 0,00 | 0,63 | 0,88 | 2,56 | 1,60 |
| September | 1,00 | 3,38 | 0.20 | 0,80 | 1,50 | 2,25 | 4,80 | 2,88 |
| Oktober | 2,00 | 2,13 | 0,00 | 2,50 | 2,50 | 2.03 | 6,00 | 4,47 |
| November | 1,63 | 1,70 | 0,00 | 0,13 | 3,50 | 2,00 | 6,50 | 3,10 |
| Dezember | 0,20 | 1,50 | 0,00 | 0,13 | 2,50 | 3,15 | 5,60 | 5,00 |
| Durchschnitt | 0,98 | 1,39 | 0,09 | 0,36 | 1,25 | 1,15 | 4,16 | 2,60 |
| Maximum | 5 | 9 | 2 | 3 | 5 | 4 | 7,50 | 6,50 |
| Minimum | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,50 | 0,00 |

25,40 notiert wurde: dieser Kurs kann mit demselben Vorbehalte als äusserste Grenze der Schwankungen des englisch-französischen Wechselkurses angenommen werden.

Als Ergebnis der Untersuchungen über die gegenseitigen Beziehungen der Valutaverhätnisse verschiedener Länder lässt sich feststellen: die Valutaverhältnisse aller politisch getrennten Länder sind verschieden.

Das Risico der Valuta, d. i. die Möglichkeit der Schwankungen eines Wechselkurses, kann auf zwei verschiedenen Ursachen beruhen:

1) auf einer Verschiedenheit der Grundlage der Valuta zweier Länder;
2) auf den Schwankungen des Verhältnisses zwischen den gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen zu den gegenseitigen Guthaben der beiden Länder.

Ad 1) Die Grundlage der Valuta zweier Länder ist nur dann gleich, wenn das gesetzliche Zahlungsmittel beider Länder aus dem gleichen Metall derart hergestellt ist, dass sein Nominalwert seinem Warenwert entspricht, und wenn dies gesetzliche Zahlungsmittel jederzeit gegen jedwelche andere Art von Geldsorten dieses Landes in jedem Betrage zu Pari erhältlich ist. Sind diese Bedingungen erfüllt, dann sind den Schwankungen des Wechselkurses zwischen beiden Ländern nach beiden Seiten hin relativ sehr enge Grenzen gezogen.

Ist das gesetzliche Zahlungsmittel beider Länder aus dem gleichen Metalle ebenfalls derart hergestellt, dass der Nominalwert das Äquivalent des Metallwertes darstellt, ist jedoch dieses gesetzliche Zahlungsmittel nur in einem der beiden Länder jederzeit gegen jedwelche andere Art von Geldsorten dieses Landes in jedem Betrage zu Pari erhältlich, so ist den Schwankungen des Wechselkurses nur nach einer Seite eine der Parität relativ nahe Grenze gesetzt; für die Schwankungen nach der anderen Richtung ergibt sich ein weit grösserer, jedoch auch beschränkter Spielraum,

In allen anderen Fällen ist das Risico der Valuta relativ sehr gross, da den Schwankungen der Wechselkurse nur in einem relativ sehr weiten Rahmen Grenzen gezogen sind.

Ad 2) Sind den Schwankungen der Wechselkurse eines Landes Grenzen gesetzt, dann kann das Verhältnis der gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen zu den gegenseitigen Guthaben der beiden Länder nur Schwankungen der Wechselkurse innerhalb der gegebenen Grenzen hervorrufen; in dem Maasse, in welchem diese Grenzen sich erweitern, erweitert sich auch die Herrschaft des Verhältnisses der gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen zu den gegenseitigen Guthaben über die Schwankungen der Wechselkurse.

## VI. Die gegenseitige Beziehung der Marktdiskontsätze in Territorien einheitlicher Valutaverhältnisse.

Die Betrachtung des gegenseitigen Verhältnisses der Valuten verschiedener Länder hat gezeigt, dass in den meisten politisch getrennten Staaten der Gegenwart verschiedenartige Valuten herrschen. Doch auch für den Fall, dass in politisch getrennten Ländern einheitliche Valutaverhältnisse herrschen, hatte sich die Notwendigkeit einer Differenzierung ergeben, je nachdem für die Ausgleichung der Zahlungsbilanz die Möglichkeit eines Edelmetalltransportes zu berücksichtigen ist oder nicht.[1]) Diese Möglichkeit liegt besonders vor, wenn die Einheitlichkeit der Valutaverhältnisse nicht mit der Einheitlichkeit der Volkswirtschaft zusammenfällt; und, da in den modernen Staaten fast stets Einheitlichkeit der Politik und Einheitlichkeit der Volkswirtschaft einander gegenseitig bedingen, so erklärt es sich, dass praktisch im Zahlungsverkehr aller politisch getrennten Länder einheitlicher Valuten mit der Möglichkeit einer Ausgleichung der Zahlungsbilanz durch Edelmetalltransport zu rechnen ist. In der That zeigt sich auch in solchen Fällen — als Beispiel diene das Verhältnis zwischen England und Australien — nicht eine einheitliche Bewegung der Marktdiskontsätze, wohl aber ein auffallender Parallelismus.

[1]) Vgl. S. 27.

Aus jenem engen Zusammenhange zwischen politischer Einheit und Einheit der Volkswirtschaft erklärt es sich, dass ein praktisches Beispiel für die Einheitlichkeit der Diskontsätze in politisch getrennten Ländern gleicher Valutaverhältnisse nicht existiert. Indessen, die Prüfung der Unterschiede der Marktdiskontsätze verschiedener Orte eines grossen Landes, das in allen seinen Teilen einheitliche Valuta besitzt, kann dem gleichen Zwecke erfolgreich dienen. Man muss hier von der Erwägung ausgehen, dass zum Beispiel in Frankfurt a. Main die Mehrzahl der zum Marktdiskontsatze umgesetzten Wechsel nur dem süddeutschen Geschäfte entsprungen sind und deren Güte darum von einem süddeutschen Institute weit besser beurteilt werden kann, als von einer Berliner Bank. Das Berliner Institut würde darum, weil es dem Unternehmen, auf das der Wechsel gezogen ist, zu fern steht, den Wechsel gar nicht zum Marktdiskontsatze annehmen. Das gleiche trifft für den entgegengesetzten Fall zu. Der beste Beweis hierfür kann der Gestalltung der Berliner und Frankfurter Diskontsätze zu Zeiten einer Krisis entnommen werden. In der Kreditkrisis des Jahres 1901 war der Marktdiskontsatz

| | in Berlin | in Frankfurt | Differenz |
|---|---|---|---|
| am 16. Juli 1901 | $2^{7}/_{8}$ | $3^{3}/_{16}$ | $^{5}/_{16}$ |
| „ 17. „ „ | $2^{3}/_{4}$ | $3^{1}/_{8}$ | $^{3}/_{8}$ |
| „ 23. „ „ | $2^{5}/_{8}$ | $2^{13}/_{16}$ | $^{3}/_{16}$ |
| „ 1. August „ | $2^{1}/_{4}$ | $2^{13}/_{16}$ | $^{9}/_{16}$ |
| „ 5. „ „ | $2^{1}/_{8}$ | $2^{1}/_{2}$ | $^{3}/_{8}$ |

Es beweist diese Verschiedenheit der Diskontsätze innerhalb verschiedener Teile eines Gebietes einheitlicher Valuta, dass der Marktdiskontsatz eines Landes nicht das Produkt des Verhältnisses der Gesamtheit der im Lande angebotenen Leihgelder zu der Gesamtheit der in dem Lande angebotenen Wechsel ist, sondern dass er in jedem Landesteil besonders als das Produkt des Verhältnisses der Summe der in diesem Landesteile angebotenen Leihgelder zu der Gesamtheit der in dem Landesteil angebotenen Wechsel sich bildet. Die Marktdiskontsätze der einzelnen Teile eines Landes sind aber nur dann unabhängige Grössen, wenn ausserordentliche Verhältnisse eintreten, wenn eine Krisis oder die Furcht vor

politischen Verwickelungen[1]) eine Zurückhaltung des geschäftlichen Verkehrs des einen Landesteiles gegenüber dem anderen Landesteile erzeugt.

Beobachtet man jedoch die Entwickelung der Diskontsätze verschiedener Orte eines Landes in ruhigen Zeiten, so zeigt sich, dass die Diskontsätze die innere Tendenz haben, sich auszugleichen[2]), dass also, obwohl der Diskontsatz jedes Ortes ursprünglich abhängig ist von dem Verhältnisse des Wechselangebotes zur Wechselnachfrage an dem betreffenden Orte, dennoch der Marktdiskontsatz aller Orte im letzten Ende bestimmt wird von dem Verhältnis des Wechselangebotes zur Wechselnachfrage des ganzen Landes. So zeigen sich denn auch — unter ordentlichen Verhältnissen — praktisch fast gar keine oder nur ganz minimale Unterschiede zwischen den in Berlin und den in Frankfurt notierten Marktdiskontsätzen. Gewönlich besteht überhaupt keine Differenz zwischen der Höhe der an beiden Orten herrschenden Sätze: die Ziffern des Jahres 1900 indessen seien, da sie an praktischen Beispielen kleiner Verschiedenheiten reich waren, angeführt: Es war der Marktdiskontsatz

| | in Berlin | in Frankfurt a. M. | Berlin höher als Frankfurt a. M. |
|---|---|---|---|
| am 15. Januar | 4 3/8 | 4 3/8 | — |
| „ 31. „ | 3 7/8 | 4 | — 1/8 |
| „ 15. Februar | 4 | 4 1/8 | — 1/8 |
| „ 28. „ | 4 7/8 | 5 | — 1/8 |
| „ 15. März | 5 1/4 | 5 7/16 | — 3/16 |
| „ 31. „ | 5 1/4 | 5 1/8 | + 1/8 |
| „ 15. April | 4 3/8 | 4 5/16 | + 1/16 |
| „ 30. „ | 4 3/8 | 4 9/16 | — 3/16 |
| „ 15. Mai | 4 3/4 | 4 5/8 | + 1/8 |
| „ 31. „ | 4 5/8 | 4 5/8 | — |
| „ 15. Juni | 5 1/8 | 5 1/8 | — |
| „ 30. „ | 4 7/8 | 4 7/8 | — |

[1]) Siehe S. 26/27.

[2]) Natürlich handelt es sich hier nur um börsengängige Wechsel, s. S. 9 ff.

Selbst die Ziffern des ersten Halbjahres 1900, das zum ersten Male seit langen Jahren Zeuge wiederholter Unterschiede zwischen den Berliner und den Frankfurter Diskontsätzen gewesen, beweisen, dass Unterschiede von weitgehenderer Bedeutung zwischen den beiten Sätzen niemals bestehen.

Änliches lehren die Verhältnisse der Diskontsätze der Schweiz. Hier bestehen 34 Notenbanken, deren jede ihre eigene Diskontpolitik betreibt, die allerdings — grossenteils infolge der unglücklichen Form der Notenbesteuerung — regelmässig darin besteht, durch eine niedrige Normierung der Diskontrate diejenige der Rivalinnen zu unterbieten. Wenn nun, wie dies in der That zutrifft, jede Diskontunterbietung seitens einer der 34 Notenbanken einen nivellierenden Einfluss auf die Diskontrate innerhalb der ganzen Schweiz ausübt, so spricht diese Thatsache für die Behauptung, dass in einem Territorium einheitlicher Valuta und einheitlicher Volkswirtschaft die Diskontsätze von der Tendenz beherrscht werden, sich vollständig einander anzugleichen.

## V. Die gegenseitigen Beziehungen der Marktdiskontsätze in Ländern verschiedener Valutaverhältnisse.

### ERSTER TEIL.

Aus der Betrachtung des gegenseitigen Verhältnisses der Valuten verschiedener Länder ging hervor, dass das Maass der Verschiedenheit der Valuten grosse Unterschiede aufweist, dass darum das Risico der Valuta im gegenseitigen Verhältnisse zweier Länder von sehr verschiedener Grösse sein kann. Es ist deshalb selbstverständlich, dass, wenn auf Grund der Thatsache, dass die Valuten verschiedener Länder verschieden sind, irgendwelche Thesen aufgestellt werden sollen, auch in der Beweisführung ein scharfer Unterschied gemacht werden muss, je nach dem Maasse der Verschiedenheit der Valuten zweier Länder.

Wenn das Ergebnis der Untersuchung der Bestimmungsfaktoren der Marktdiskontsätze in der Behauptung gipfelte,

dass die Marktdiskontsätze in Ländern verschiedener Valuta unter ordentlichen Verhältnissen nur verschieden sein können innerhalb der durch die möglichen Schwankungen der Wechselkurse gesetzten Grenzen, so ist es darum unzweifelhaft, dass, je geringer die möglichen Schwankungen der Wechselkurse, desto geringer die möglichen Verschiedenheiten der Diskontsätze, dass, je grösser die möglichen Schwankungen der Wechselkurse, desto grösser die möglichen Verschiedenheiten der Diskontsätze.

Die Untersuchung der gegenseitigen Verhältnisse der Valuten verschiedener Länder hat gszeigt, dass der Spielraum der Schwankungen der Wechselkurse am engsten ist im gegenseitigen Verkehr solcher Länder, deren Valuta auf dem gleichen, mit dem vollen Metallwerte seines Nominalwertes ausgeprägten Währungsmetalles beruht. In der heutigen Währungsverfassung der Länder besteht ein solches Verhältnis nur zwischen den in Gold zahlenden Ländern.

Die genaue Klarstellung der möglichen Schwankungen des deutsch-englischen Wechselkurses hat erwiesen, dass, unter ordentlichen Verhältnissen, die Notierungen 20,495 Mark und 20,335 Mark meistens — d. i. unter Zugrundelegung der aufgeführten Tarife — die äussersten Grenzpunkte der Schwankungen des Wechselkurses sind: der Spielraum der Schwankungen ist also 0,16 Mark für jedes Pfund Sterling oder $\frac{0{,}16}{20{,}43}$ gleich 0,80 % des Wertes eines Pfund Sterling. Wenn nun bei einem Wechselkurse von 20,495 es einem deutschen Banquier vorteilhaft erscheint, Londoner Wechsel zum Zwecke des Genusses eines höheren Diskontsatzes zu kaufen, so muss er in Rechnung ziehen, dass er durch den Ankauf des Londoner Wechsels zwar sofort den Genuss eines höheren Diskontsatzes erhält, dass er aber gleichzeitig das Risico eingeht, für jedes Pfund Sterling, für das er 20,495 gezahlt hat, am Tage der Fälligkeit des Wechsels nur 20,335, d. i. 0,80 % des gezahlten Geldes weniger zu erhalten. Hatte der Banquier die Absicht, am Tage der Fälligkeit des 3-Monats-Wechsels das Geld wieder zurückzuverlangen, so erheischt das Risico

der Valuta, dass er auf einen Verlust im Laufe der drei Monate von 0,80 % der dargeliehenen Summe vorbereitet sein muss, d. i. in einer der Berechnung des Diskontsatzes analog ausgedrückten Weise 3,20 % per annum. Das Risico, das der deutsche Banquier beim Ankauf eines Londoner 3-Monats-Wechsels zum Kurse von 20,495 läuft, beträgt also meist 3,20 %. Der deutsche Banquier wird sich natürlich nur dann entschliessen, ein solches Risico einzugehen, wenn der ihm winkende Gewinn aus dem Geschäfte, der in London herrschende höhere Diskontsatz, ihm einen entsprechenden Ersatz verspricht. Je genauer der Banquier die voraussichtliche Entwickelung des Wechselkurses in den bevorstehenden drei Monaten beurteilen kann, desto weniger wird er sich von dem Risico einschüchtern lassen:[1]) jedenfalls aber weiss er, dass 3,20 % gewöhnlich der Maximalpunkt des Risicos ist. Sobald der ihm aus der Ausnutzung des Londoner Diskontsatzes entspringende Gewinn höher als 3,20 % ist, kann er mit weitgehender Sicherheit auf einen Nettogewinn rechnen, da er das Risico der Valuta voraussichtlich im Höchstfalle mit 3,20 % bezahlen muss. Hätten alle Geldanlagen im internationalen Geschäftsverkehr eine drei-monatliche Laufzeit, dann würden bei einem Wechselkurse von 20,495 meist, sobald der Londoner Marktdiskontsatz um mehr als 3,20 % den Berliner übersteigt, alle deutschen Banquiers Londoner Wechsel kaufen und damit das Leihgeldangebot in London in solchem Grade vermehren, das Leihgeldangebot in Deutschland gleichzeitig in solchem Grade vermindern, dass die Differenz der Diskontsätze wieder unter 3,20 % fiele.

Indessen, die Geldanlagen im internationalen Geschäfte binden die ihnen anvertrauten Gelder auf sehr verschieden lange Zeitdauer. Unter Geldanlagen versteht man diejenigen Anlagen, welche den auf kurze Zeit verfügbaren Barbeständen vorteilhafte, gefahrlose Verwendung sichern. Als solche kommen im internationalen Verkehr besonders in Anwendung:

---

[1]) In der Praxis kann man natürlich diese Verluste verringern, indem man z. B. bei einem conto à meta zuwartet bis zu einem besseren Kurs.

1. Anlage in ausländischen Wechseln.[1])
2. Anlage in Reports.
3. Anlage in englischen Treasury Bills.

Ausländische Wechsel waren früher fast das einzige Objekt internationaler Geldanlage, mussten aber in den letzten Jahren einen grossen Teil ihrer Bedeutung an die Anlagen in Reports abgeben. Sie sind indessen noch stets das Hauptmittel internationaler Geldanlagen: viele Centralnotenbanken, relativ am meisten die österreichisch-ungarische Bank, halten stets als Gegengewicht gegen starke Schwankungen der Wechselkurse grosse Summen ausländischer Wechsel im Portefeuille. In den Jahren 1898 bis 1900 der Hochkonjunktur in Deutschland waren mehrere hundert Millionen Franks französischen Geldes stets in Deutschland in deutschen Wechseln angelegt. Natürlich wurden die meisten dieser Wechsel nach ihrer Fälligkeit wieder erneuert und so das Risico der Valuta, das die französischen Banquiers bei der Anlage ihrer Gelder in Deutschland liefen, relativ gemindert. Es kann dies indessen nicht als eine wirkliche Minderung des Risicos angesehen werden, da die französischen Banquiers ja stets am Tage der Fälligkeit der Wechsel darauf vorbereitet sein mussten, im Falle einer Veränderung der deutschen Konjunktur oder infolge Geldbedarfs in der Heimat die in Deutschland ausgeliehenen Gelder zurückziehen und den auf den Schwankungen des Wechselkurses ruhenden Verlust tragen zu müssen. Wenn darum auch bei der praktischen Durchführung des Geschäfts das Risico der Valuta nur relativ geringe Opfer verlangte, so musste es dennoch bei jeder Erneuerung der fälligen Wechsel als vollbestehend betrachtet werden. Es lässt sich — um der Wirklichkeit möglichst nahe zu kommen — darum annehmen, dass bei einer Geldanlage in ausländischen Wechseln das Risico der Valuta einer Zeitdauer von drei Monaten in Anrechnung gebracht werden muss, bei amerikanischen Wechseln eine Zeitdauer von 72 Tagen, so dass als die durchschnittliche Laufzeit der im Auslande angelegten Wechsel diejenige Zeitdauer als massgebend

[1]) Vgl. S. 17 ff.

erachtet werden kann, die bei der Börsennotierung der langen Wechsel auf das schuldende Land angerechnet zu werden pflegt.

2. Anlagen in Reports:

Besonders Pariser Firmen lieben es, ihre überschüssigen Mittel in Reports anzulegen.[1]) Die Prolongationen finden an manchen Plätzen zweimal, meist einmal im Monate statt Das Risico der Valuta ist natürlich — theoretisch betrachtet — bei einer Anlage in Reports grösser, da das Risico der Valuta einer geringeren Zeitspanne angerechnet werden muss. In der Praxis erweist sich aber das Risico der Valuta keineswegs als so hoch, wie die theoretische Berechnung es erwarten liesse, da die Schwankungen der Wechselkurse in solch kurzen Zeiträumen auch nur sehr gering zu sein pflegen. Ferner pflegen Anlagen in ausländischen Reports nur sehr selten für die Dauer einer Prolongationsperiode, sondern stets für mehrere Monate abgeschlossen zu werden, — dies bereits wegen der in den meisten zu berücksichtigenden Ländern bestehenden hohen Börsensteuern —, so dass auch für Reports als durchschnittliches Maximum des Resicos der Valuta die für ausländische Wechsel angenommene Aufrechnung des Risicos der Valuta auf eine Zeitdauer von drei Monaten angesehen werden kann.

3. Anlage in englischen Treasury Bills (Schatzscheinen): auch dies sind Lieblingsanlagen der französischen Banquiers; so schreibt der französische Korrespondent der Frankfurter Zeitung vom 18. Juli 1901, „gegenwärtig besteht hier der grösste Teil der Geldanlagen aus englischen Wechseln und Schatzbonds.“ Manche der englischen Schatzscheinausgaben, die während der Jahre 1900 und 1901 emittiert wurden, wurden zum grössten Teil von Frankreich aufgenommen. Die Schatzscheine haben zwar eine 6- bis 12-monatliche Lauf-

[1]) In informierten Kreisen sprach man von mehreren hundert Millionen Mark französischen Geldes, die während der deutschen Hochkonjunktur in Reports an den Börsen von Berlin und Frankfurt angelegt waren. Mitte 1900 begann indessen Frankreich, die dargeliehenen Summen nach und nach zurückzuziehen, ein Prozess, der sich besonders im Juni und Juli 1901 in starkem Masse geltend machte.

zeit, so dass vom theoretischen Standpunkte aus hier das Risico der Valuta relativ geringer wäre als bei einer Anlage in 3-Monats-Wechseln. Es ist jedoch zu bedenken, dass sehr häufig Schatzscheine lange vor Verfall verkauft werden, wenn den darin angelegten Summen anderweitig bessere Verwendung winkt, oder der einheimische Geldbedarf zum Verkaufe zwingt. Auch hier kann darum wohl als durchschnittliches Risico der Valuta die für ausländische Wechsel angenommene Aufrechnung des Risicos der Valuta auf eine Zeitdauer von drei Monaten angesehen werden, — natürlich diese Annahme ebenfalls nur unter weitgehendem Vorbehalte.

Wenn man somit annimmt, dass alle internationalen Geldanlagen im englisch-deutschen Verkehr eine dreimonatliche Laufzeit haben, so kann unter ordentlichen Verhältnissen, wie der Wechselkurs meist 20,495 nicht überschreiten kann, ebensowenig bei einem Wechselkurse von 20,495 der Londoner Diskontsatz um mehr als 3,20 % höher sein als der Berliner Discontsatz. Umgekehrt wird bei einem Wechselkurse von 20,495 der Londoner Diskontsatz stets sich bis zur Höhe des Berliner Satzes zu bewegen suchen, so dass jedenfalls bei einem solchen Wechselkurse der Berliner Diskontsatz nicht auf die Dauer höher sein wird als der Londoner Diskontsatz: denn ein Risiko der Valuta besteht bei diesem Wechselkurse für den Londoner Banquier fast gar nicht, da er nach Ablauf der drei Monate voraussichtlich im schlechtesten Falle 20,495 — d. i. die gezahlte Summe — wieder abgeben muss, um ein Pfund Sterling zu erhalten. Möglicherweise fällt jedoch der Wechelkurs und er bedarf sogar nur 20,335 um ein Pfund Sterling zu erkaufen: lautete der Wechsel auf 20495 Mark, für die der Londoner Banquier 1000 £ bezahlt hatte, so wird er voraussichtlich im schlechtesten Falle wieder für die 20495 Mark die gezahlten 1000 £ erhalten: fällt aber der Wechselkurs inzwischen auf 20,335, so erbringt der Verkauf des Wechsels nicht 1000 £, sondern sogar £ 1008. 2 sh. 4 d., so dass bei einem den Londoner Satz übersteigenden Berliner Diskontsatz der Londoner Banquier durch den Ankauf deutscher Wechsel nicht nur einen höheren Diskontertrag, sondern auch die Möglichkeit eines Kursgewinnes ohne Verlustrisiko

erhalten würde. Es darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass alle obigen Ausführungen auf der Erkenntnis beruhen, dass die Aufstellung allgemein gültiger Goldpunkte unmöglich ist. Wenn im folgenden auf Grund der angeführten Ziffern mathematische Berechnungen aufgestellt und Schlussfolgerungen gezogen werden, so ist darum stets festzuhalten, dass ihre Richtigkeit nur für die grosse Mehrzahl der Fälle, nicht allgemein zutrifft.

Bei jedem zwischen den Goldpunkten liegenden Wechselkurse verteilt die Möglichkeit der Schwankungen der Wechselkurse die Möglichkeit der Verschiedenheit der Diskontsätze in entsprechender Weise. Wenn z. B. — unter der Voraussetzung, dass 20,49 1/2, bezw. 20,33 1/2 die Goldpunkte des deutsch-englischen Wechselkurses seien — bei einem Wechselkurse von 20,41 der Londoner Banquier eines höheren Diskontertrags halber deutsche Wechsel von Mark 20410 kauft, so läuft er das Risiko, dass am Verfalltage des Wechsels der Wechselkurs auf 20.495 gestiegen ist. Er erhielte dann für 20410 Mark nicht mehr die gezahlten 1000 £, sondern nur noch £ 995 15/ —: mit dem Ankauf des Wechsels wäre also ein Risiko in Höhe von 0,425 %, d. i. auf den Dreimonatwechsel ein Risiko von 1,70 % verbunden gewesen. Bei einem Wechselkurse von 20,41 kann darum aber andererseits der Berliner Diskontsatz den Londoner niemals um mehr als 1,70 % übersteigen, da sonst dem Londoner Banquier neben dem höheren Diskontertrag eine Gewinnchance ohne Verlustrisiko gegeben wäre. Umgekehrt entsteht für den deutschen Banquier, der bei dem Wechselkurse von 20.41 englische Wechsel zum Zwecke des Genusses des höheren Diskontertrags kauft, das Risiko, dass nach Ablauf der drei Monate der Wechselkurs auf 20,335 gesunken sein wird, so dass er für den Wechsel von £ 1000, für den er 20410 Mark bezahlt hatte, nur 20335 Mark zurückerhielte, und somit einen Verlust von 0,375 %, d. i. auf den Dreimonatswechsel einen Verlust von 1,50 % erlitte. Da aber der Kursverlust im ungünstigten Falle nur 1,50 % betragen könnte, so ist es unmöglich, dass bei dem Kurse 20,41 der Londoner Diskontsatz um mehr als 1,50 % höher ist als der deutsche. So

ergiebt sich, dass bei einem Wechselkurse von 20,41 der Londoner Diskontsatz höchstens 1,50 % höher als der deutsche, und der deutsche höchstens 1,70 % höher als der englische sein kann.

Durch diese Art der Berechnung erhält man folgendes Ergebnis für die einzelnen zwischen den Goldpunkten liegenden Notierungen des deutsch-englischen Wechselkurses:

**Tabelle I.**

| Bei einem Wechselkurse von | kann der englische Diskont höher sein als der deutsche im Maximum um | kann der deutsche Diskont höher sein als der englische im Maximum um |
|---|---|---|
| 20.335 | 0.00 % | 3.20 % |
| 20.34 | 0.10 „ | 3.10 „ |
| 20.345 | 0.20 „ | 3.00 „ |
| 20.35 | 0.30 „ | 2.90 „ |
| 20.355 | 0.40 „ | 2.80 „ |
| 20.36 | 0.50 „ | 2.70 „ |
| 20.365 | 0.60 „ | 2.60 „ |
| 20.37 | 0.70 „ | 2.50 „ |
| 20.375 | 0.80 „ | 2.40 „ |
| 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ |
| 20.385 | 1.00 „ | 2.20 „ |
| 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ |
| 20.395 | 1.20 „ | 2.00 „ |
| 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ |
| 20.405 | 1.40 „ | 1.80 „ |
| 20.41 | 1.50 „ | 1.70 „ |
| 20.415 | 1.60 „ | 1.60 „ |
| 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ |
| 20.425 | 1.80 „ | 1.40 „ |
| 20.43 | 1.90 „ | 1.30 „ |
| 20.435 | 2.00 „ | 1.20 „ |
| 20.44 | 2.10 „ | 1.10 „ |
| 20.445 | 2.20 „ | 1.00 „ |
| 20.45 | 2.30 „ | 0.90 „ |
| 20.445 | 2.40 „ | 0.80 „ |
| 20.46 | 2.50 „ | 0.70 „ |
| 20.465 | 2.60 „ | 0.60 „ |
| 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ |

| Bei einem Wechselkurse von | kann der englische Diskont höher sein als der deutsche im Maximum um | kann der deutsche Diskont höher sein als der englische im Maximum um |
|---|---|---|
| 20.475 | 2.80% | 0.40% |
| 20.48 | 2.90 „ | 0.30 „ |
| 20.485 | 3.00 „ | 0.20 „ |
| 20.49 | 3.10 „ | 0.10 „ |
| 20.495 | 3.20 „ | 0.00 „ |

Die grösstmögliche Differenz zwischen dem Londoner und dem Berliner Diskontsatze ist also 3,20%. Natürlich gilt diese Grenze der möglichen Differenz nur so lange, als die Grundlage, auf der sie beruht, die Fixierung und die gegenseitige Entfernung der Goldpunkte, unverändert bleibt.

Da unter gewöhnlichen Verhältnissen eine Veränderung der die Höhe der Goldpunkte bestimmenden Momente selten ist, so können die angeführten Ziffern als in der Mehrzahl der Fälle giltig angesehen werden. Die Grenzen der Schwankungen des deutsch-amerikanischen Wechselkurses sind — unter dem gleichen Vorbehalte — mit 421,85 und 416,80 angenommen worden: der Spielraum der Schwankungen ist somit Mk. 5,05 gleich 1,20%, da die langen Wechsel im Verkehre mit New-York auf 60 Tage nach Sicht oder 72 Tage dato zu lauten pflegen, so beträgt das Risiko der Valuta im Verkehre mit New-York 6,01%, d. h. die Differenz zwischen den Diskontsätzen New-Yorks und Berlins kann sich im Höchstfalle auf 6,01% belaufen. Bei einem Wechselkurse von 421,85 kann der New-Yorker Diskontsatz um höchstens 6,01% höher sein als der in Berlin herrschende, da bei jeder Erweiterung der Differenz der Berliner Banquier neben dem hohen Diskontsatz nur eine Gewinnchance ohne Verlustrisiko hätte. Der Berliner Diskontsatz kann dagegen bei einem solchen Wechselkurse niemals auf die Dauer höher sein als der in New-York geltende, da der New-Yorker Banquier sonst ohne die Gefahr irgendwelcher Verluste ausser dem höheren Diskontertrag auch noch die Gewinnchancen der Valutaspekulation genösse. Umgekehrt liegt das Verhältnis bei einem Wechselkurse von 416,80%. So ergeben sich — analog der für den deutsch-englischen Wechselkurs aufgestellten

Tabelle — folgende Ziffern als die Grenzen der Verschiedenheit zwischen dem Berliner und dem New-Yorker Diskontsatze.

**Tabelle II.**

| Bei einem Wechselkurse von | New-Yorker Diskontsatz über Berliner | Berliner Diskontsatz über New-Yorker |
|---|---|---|
| 416.80 | 0.00 | 6.01 |
| 417.00 | 0.24 | 5.77 |
| 417.20 | 0.47 | 5.54 |
| 417.40 | 0.71 | 5.30 |
| 417.60 | 0.95 | 5.06 |
| 417.80 | 1.19 | 4.82 |
| 418.00 | 1.42 | 4.59 |
| 418.20 | 1.66 | 4.35 |
| 418.40 | 1.90 | 4.11 |
| 418.60 | 2.14 | 3.87 |
| 418.80 | 2.38 | 3.63 |
| 419.00 | 2.62 | 3.39 |
| 419.20 | 2.85 | 3.16 |
| 419.40 | 3.09 | 2.92 |
| 419.60 | 3.33 | 2.69 |
| 419.80 | 3.57 | 2.44 |
| 420.00 | 3.80 | 2.21 |
| 420.20 | 4.04 | 1.97 |
| 420.40 | 4.28 | 1.73 |
| 520.60 | 4.52 | 1.49 |
| 420.80 | 4.76 | 1.25 |
| 421.00 | 5.00 | 1.01 |
| 421.20 | 5.23 | 0.78 |
| 421.40 | 5.47 | 0.54 |
| 421.60 | 5.71 | 0.30 |
| 421.80 | 5.95 | 0.06 |
| 421.85 | 6.01 | 0.00 |

Die Grenzpunkte der Schwankungen des deutsch-holländischen Wechselkurses sind mit 169,45 und 168,25 angenommen worden: der Spielraum der Schwankungen beträgt 1,20 Mark = 0,7114 % oder auf zwei Monate berechnet 4,27 %, so dass die Zahl 4,27 % die höchste Differenz darstellt, welche zwischen dem Berliner und dem Amsterdamer Diskont-

satze bestehen kann. Die Unterschiede zwischen dem Berliner und Amsterdamer Diskontsatze können darum sein

**Tabelle III.**

| bei einem Wechselkurs von | Amsterdam über Berlin | Berlin über Amsterdam |
|---|---|---|
| 168.25 | 0.00 | 4.27 |
| 168.30 | 0.18 | 4.09 |
| 168.40 | 0.54 | 3.73 |
| 168.50 | 0.89 | 3.38 |
| 168.60 | 1.25 | 3.02 |
| 168.70 | 1.61 | 2.65 |
| 168.80 | 1.96 | 2.31 |
| 168.90 | 2.31 | 1.96 |
| 169.00 | 2.66 | 1.61 |
| 169.10 | 3.02 | 1.25 |
| 169.20 | 3.38 | 0.89 |
| 169.30 | 3.73 | 0.54 |
| 169.40 | 4.09 | 0.18 |
| 169.45 | 4.27 | 0.00 |

In gleicher Weise sind den Differenzen zwischen den in London und den in anderen in Gold zahlenden Ländern herrschenden Diskontsätzen enge Grenzen gesetzt. Die Goldpunkte im englisch-amerikanischen Geldverkehr sind meist 4,827 und 4,89: der Spielraum beträgt 0,063 Dollar gleich 1,296 %, oder auf 72 Tage berechnet 6,48 %. Die grösstmöglichen Differenzen zwischen dem Londoner und dem New-Yorker Diskontsatz sind somit

**Tabelle IV.**

| bei einem Wechselkurse von | New-York über London | London über New-York |
|---|---|---|
| 4.89 | 0.00 | 6.48 |
| 4.88 1/2 | 0.51 | 5.93 |
| 4.88 | 1.03 | 5.45 |
| 4.87 1/5 | 1.54 | 4.94 |
| 4.87 | 2.05 | 4.43 |
| 4.86 1/2 | 2.56 | 3.92 |
| 4.86 | 3.08 | 3.40 |
| 4.85 1/2 | 3.59 | 2.89 |
| 4.85 | 4.11 | 2.37 |
| 4.84 1/2 | 4.62 | 1.86 |

| bei einem Wechselkurse von | New-York über London | London über New-York |
|---|---|---|
| 4.84 | 5.14 | 1.34 |
| 4.83 1/2 | 5.65 | 0.83 |
| 4.83 | 6.17 | 0.31 |
| 4.827 | 6.48 | 0.00 |

Die Grenzen der Schwankungen des englisch-holländischen Wechselkurses sind gewöhnlich bei einem Wechselkurse von fl. 12,147 bezw. fl. 12,043 erreicht. Der Spielraum der Schwankungen ist somit fl. 0,104, d. i. 0,8603% oder auf drei Monate umgerechnet 3,44%. Die grösstmögliche Differenz zwischen den Londoner und Amsterdamer Diskontsätzen ist darum

**Tabelle V.**

| bei einem Wechselkurse von | Amsterdam höher als London | London höher als Amsterdam |
|---|---|---|
| 12.147 | 0.00 | 3.44 |
| 12.14 | 0.23 | 3.21 |
| 12.13 | 0.56 | 2.88 |
| 12.12 | 0.89 | 2.55 |
| 12.11 | 1.22 | 2.22 |
| 12.10 | 1.55 | 1.89 |
| 12.09 | 1.89 | 1.55 |
| 12.08 | 2.22 | 1.22 |
| 12.07 | 2.55 | 0.89 |
| 12.06 | 2.88 | 0.56 |
| 12.05 | 3.21 | 0.23 |
| 12.043 | 3.44 | 0.00 |

Während die Grenzen der möglichen Verschiedenheiten zwischen der Höhe der Diskontsätze zweier in Gold zahlenden Länder leicht festzustellen sind, da dem Risico der Valuta sehr enge Grenzen gesetzt sind, stösst ein Versuch, die Grenzen der möglichen Verschiedenheiten zwischen der Höhe der Diskontsätze zweier Länder der lateinischen Münzunion zu erforschen, bereits auf Schwierigkeiten, da in beiden Ländern die praktisch ausgeübte Möglichkeit einer zwangsweisen Auszahlung in einem, nicht in dem vollen Metallwert seines Nominalwertes ausgeprägten gesetzlichen Zahlungsmittel besteht. Es lassen sich darum über das gegenseitige Verhältnis der Diskontsätze zweier Länder der lateinischen Münzunion

nur unter der Voraussetzung Schlüsse ziehen, dass die der Praxis entsprungenen Höchst- und Mindest-Notierungen der Wechselkurse als die Grenzen der Schwankungen der Wechselkurse angesehen werden.

Die erfahrungsgemässen Grenzpunkte der Schwankungen des französisch-belgischen Wechselkurses sind fcs. 100, 14 und 99,54,[1]) der Spielraum der Schwankungen ist fcs. 0,80 gleich $^6/_{10}{}^0/_0$. so dass, umgerechnet auf drei Monate, der französische Käufer belgischer Wechsel beim ungünstigsten Wechselkurse von 100,14 ein Risico von 2,40% eingeht: umgekehrt schwindet für den französischen Käufer belgischer Wechsel jedes Risico bei einem Wechselkurse von 99,54, so dass bei diesem Wechselkurse unter ordentlichen Verhältnissen der belgische Diskontsatz nicht höher sein kann als der französische. Die möglichen Differenzen zwischen der Höhe des französichen und der Höhe des belgischen Diskontsatzes sind darum

**Tabelle VI.**

| bei einem Wechselkurse von | Paris höher als Brüssel | Brüssel höher als Paris |
|---|---|---|
| 100.14 | 0.00 | 2.40 |
| 100.06 3/4 | 0.31 | 2.09 |
| 100.00 | 0.56 | 1.84 |
| 99.93 3/4 | 0.81 | 1.59 |
| 99.87 1/2 | 1.16 | 1.34 |
| 99.81 1/4 | 1.31 | 1.09 |
| 99.75 | 1.56 | 0.84 |
| 99.68 3/4 | 1.81 | 0.59 |
| 99.62 1/2 | 2.06 | 0.34 |
| 99.54 | 2.40 | 0.00 |

Bei dem französich-belgischen Wechselkurse ist jedoch wie bei jedem Wechselkurse zwischen zwei Ländern, von denen mindestens das eine der Goldprämienpolitik huldigt, in Betracht zu ziehen,, dass auf die mögliche Differenz der Diskontsätze die Belastung einer Geldprämie den gleichen Einfluss ausübt wie ein entsprechendes Steigen oder Fallen des

[1]) Die hier folgende Berechnung betreffs des belgisch-französischen Wechselkurses ist sehr problematisch und anfechtbar; sie ist nur der Vollständigkeit halber eingesetzt worden.

Wechselkurses. Ist z. B. der französisch-belgische Wechselkurs 100.14, so wäre, falls in Frankreich keine Goldprämie zu erlegen wäre, eine Ausfuhr von Gold aus Frankreich nach Belgien möglich, während andererseits nach der aufgestellten Tabelle bei diesem Wechselkurs der Brüsseler Diskontsatz höchstens 2.40% höher sein kann als der in Paris herrschende. Erhöbe nun die Bank von Frankreich plötzlich eine Goldprämie von 2%, so müsste zwar darum der Wechselkurs nicht steigen: die Belastung mit der Goldprämie würde jedoch dahin wirken, dass der mit Leihgeld, aber nicht mit Goldgeld übersättigte französische Geldmarkt dem geldknappen Brüsseler Geldmarkte nicht durch die Absendung von Gold zu Hülfe kommen könnte, bis der französisch-belgische Wechselkurs weiterhin um das Äquivalent von 2‰ — das ist um 0.20 — gestiegen wäre. Dadurch wird dem französisch-belgischen Wechselkurs die Möglichkeit gegeben, um weitere 0.20 fcs. zu steigen, und so das Risico des französischen Käufers belgischer Wechsel um 0.20 fcs. erhöht. Diese Steigerung des Risicos bedeutet für den Käufer belgischer Dreimonatswechsel eine Erhöhung des Risicos um 0.20 fcs. pro 100 fcs., auf 3 Monate = 0.80 fcs. pro Jahr, d. i. $^4/_5\%$, so dass durch die Erhöhung der Goldprämie um 2‰ die Rechnung des französischen Käufers belgischer Wechsel sich um $^4/_5\%$, d. i. für jedes Promille um $^2/_5\%$, verschlechtert. So veranlasst jede Erhöhung der Goldprämie um ein Promille, dass das Risico der Valuta um $^2/_5\%$ wächst, und erweitert dadurch die mögliche Differenz der Diskontsätze um den gleichen Betrag von $^2/_5\%$.

Die Betrachtung des Zustandes der schweizerischen Valutaverhältnisse hat gezeigt, dass den Schwankungen des Wechselkurses dieses Landes nur innerhalb eines relativ sehr weiten Spielraums Grenzen gesetzt sind.[1]) Nur die Grenzen der Erfahrung, nur die innerhalb der letzten Jahre erreichten Maximal- und Minimalpunkte der Notierungen können hier als Grenzen der Schwankungen der Wechselkurse angesehen werden. Die niedrigste Notierung des schweizerischen Wechselkurses auf Paris sah der September 1901 mit der Ziffer 99.80,

[1]) Vgl. S. 54 ff.

die höchste mit 100.80 das Jahr 1900. Dies ergibt eine Differenz der Grenznotierungen von 1 %, oder — unter Zugrundelegung einer dreimonatlichen Laufzeit der zu kreierenden Wechsel — ein Risiko des Wechselkurses von 4 %, so dass analog den früheren Tabellen für die verschiedenen Notierungen des Züricher Wechselkurses auf Paris sich folgende Ziffern als die äusserst-mögliche Differenz der Diskontsätze der Schweiz und Frankreichs ergeben:

**Tabelle VII.**

| bei einem Wechselkurse von | Zürich höher als Paris | Paris höher als Zürich |
|---|---|---|
| 99.80 | 0.00 | 4.00 |
| 99.85 | 0.20 | 3.80 |
| 99.90 | 0.40 | 3.60 |
| 99.95 | 0.60 | 3.40 |
| 100.00 | 0.80 | 3.20 |
| 100.05 | 1.00 | 3.00 |
| 100.10 | 1.20 | 2.80 |
| 100.15 | 1.40 | 2.60 |
| 100.20 | 1.60 | 2.40 |
| 100.25 | 1.80 | 2.20 |
| 100.30 | 2.00 | 2.00 |
| 100.35 | 2.20 | 1.80 |
| 100.40 | 2.40 | 1.60 |
| 100.45 | 2.60 | 1.40 |
| 100.50 | 2.80 | 1.20 |
| 100.55 | 3.00 | 1.00 |
| 100.60 | 3.20 | 0.80 |
| 100.65 | 3.40 | 0.60 |
| 100.70 | 3.60 | 0.40 |
| 100.75 | 3.80 | 0.20 |
| 100.80 | 4.00 | 0.00 |

Theoretisch wäre indessen die mögliche Differenz zwischen dem schweizerischen und dem französischen Diskontsatze noch grösser, da jede Erhebung einer Goldprämie seitens der Bank von Frankreich einen Fall des Wechselkurses unter 99.80, d. h. eine Erweiterung des Spielraums der Schwankungen des Wechselkurses erzeugt. Dass dieser Fall praktisch nicht eintritt, entspringt teilweise dem Umstande, dass

zur Zeit der Erhebung einer Goldprämie in Paris auch in der Schweiz das gelbe Metall nur gegen Zahlung einer Prämie erhältlich ist, teilweise der allgemeinen Minderbewertung der schweizerischen Valuta gegenüber der französischen.[1])

In dem gleichen, ungünstigen Sinne, in welchem die Erhebung einer Goldprämie in Frankreich den Spielraum der Schwankungen der französischen Wechselkurse beeinflusst, wirkt diese auch auf das Mass der Anpassung des Pariser Diskontsatzes an diejenigen des Auslandes. Als die Frankreich günstigen Goldpunkte sind die Notierungen 81.30 für den deutsch-französischen, 25.12½ für den französisch-englischen Wechselkurs angenommen worden: zur Feststellung der Grenzpunkte der Frankreich ungünstigen Wechselkurse[2]) musste die praktische Geschichte der Wechselkurse zu Hilfe genommen werden, die als äusserste Notierungen 80.20, bezw. 25.40 ergab. Dies bedeutet für den deutsch-französischen Wechselkurs eine Differenz von 1.10 M. pro 81 M., d. i.

---

[1]) An dieser Stelle ist vielleicht ein Vergleich der gegenseitigen Bewertung der Valuten der hier angeführten Länder interessant, der sich aus der Differenz zwischen dem durchschnittlichen Wechselkurse der letzten zehn Jahre und der Parität des entsprechenden Wechselkurses ergiebt. Es betrug:

| | der Wechselkurs im Durchschnitte der letzten 10 Jahre | Parität | Differenz |
|---|---|---|---|
| Berlin auf London | 20.407 | 20.429 | 0.13 % zu Gunsten Berlins |
| „ „ Paris | 80.969 | 81.00 | 0.04 % z. G. Berlins |
| „ „ Amsterdam | 168.722 | 168.74 | 0.01 % „ „ „ |
| „ „ New-York | 418.739 | 419.79 | 0.24 % „ „ „ |
| Paris auf London | 25.207 | 25.22½ | 0.06 % „ Ung. Londons |
| Zürich auf Paris | 100.267 | 100.000 | 0.27 % „ „ Zürichs |
| „ „ London | 25.249 | 25.22½ | 0.12 % „ „ „ |
| „ „ Berlin | 123.68 | 123.46 | 0.18 % „ „ „ |

Die für den Berlin-New-Yorker Wechselkurs angegebenen Ziffern können für den heutigen Stand der Dinge nicht mehr als massgebend erachtet werden, da die überstandene Periode der Zerrüttung der amerikanischen Währung im Anfange der 90er Jahre in die Berechnung des Durchschnittskurses mit aufgenommen werden musste.

[2]) Vgl. S. 60.

1.37 %: der Spielraum des deutsch-französischen Wechselkurses verursacht darum — auf der Basis von Dreimonatwechseln berechnet — eine Möglichkeit der Differenz zwischen dem französischen und dem deutschen Diskontsatze von 5.48 %, die sich bei den verschiedenen Notierungen des Wechselkurses in folgender Weise geltend machen kann:

**Tabelle VIII.**

| bei einem Wechselkurse von | Paris über Berlin | Berlin über Paris |
|---|---|---|
| 80.20 | 0.00 % | 5.48 % |
| 80.25 | 0.25 „ | 5.23 „ |
| 80.30 | 0.50 „ | 4.98 „ |
| 80.35 | 0.75 „ | 4.73 „ |
| 80.40 | 0.99 „ | 4.49 „ |
| 80.45 | 1.24 „ | 4.24 „ |
| 80.50 | 1.49 „ | 3.99 „ |
| 80.55 | 1.74 „ | 3.74 „ |
| 80.60 | 1.99 „ | 3.49 „ |
| 80.65 | 2.24 „ | 3.24 „ |
| 80.70 | 2.49 „ | 2.99 „ |
| 80.75 | 2.74 „ | 2.74 „ |
| 80.80 | 2.99 „ | 2.49 „ |
| 80.85 | 3.24 „ | 2.24 „ |
| 80.90 | 3.49 „ | 1.99 „ |
| 80.95 | 3.74 „ | 1.74 „ |
| 81.00 | 3.98 „ | 1.50 „ |
| 81.05 | 4.23 „ | 1.25 „ |
| 81.10 | 4.48 „ | 1.00 „ |
| 81.15 | 4.73 „ | 0.75 „ |
| 81.20 | 4.98 „ | 0.50 „ |
| 81.25 | 5.23 „ | 0.25 „ |
| 81.30 | 5.48 „ | 0.00 „ |

Die gleiche Berechnung ergiebt als den Spielraum des französisch-englischen Wechselkurses 0.275 fcs. pro 25.22 ½ fcs., d. i. ein Risiko des Wechselkurses von 1.10 %, wodurch der Höhe der Diskontsätze eine Maximal-Differenz von 4.40 % eingeräumt wird, die spezialisiert beträgt:

**Tabelle IX.**

| bei einem Wechselkurse von | Londoner Diskonts. über Pariser | Pariser Diskonts. über Londoner |
|---|---|---|
| 25.12 1/2 | 0.00 | 4.40 % |
| 25.13 3/4 | 0.20 | 4.20 „ |
| 25.15 | 0.40 | 4.00 „ |
| 25.16 1/4 | 0.60 | 3.80 „ |
| 25.17 1/2 | 0.80 | 3.60 „ |
| 25.18 3/4 | 1.00 | 3.40 „ |
| 25.20 | 1.20 | 3.20 „ |
| 25.21 1/4 | 1.40 | 3.00 „ |
| 25.22 1/2 | 1.60 | 2.80 „ |
| 25.23 3/4 | 1.80 | 2.60 „ |
| 25.25 | 2.00 | 2.40 „ |
| 25.26 1/4 | 2.20 | 2.20 „ |
| 25.27 1/2 | 2.40 | 2.00 „ |
| 25.28 3/4 | 2.60 | 1.80 „ |
| 25.30 | 2.80 | 1.60 „ |
| 25.31 1/4 | 3.00 | 1.40 „ |
| 25.32 1/2 | 3.20 | 1.20 „ |
| 25.33 3/4 | 3.40 | 1.00 „ |
| 25.35 | 3.60 | 0.80 „ |
| 25.36 1/4 | 3.80 | 0.60 „ |
| 25.37 1/2 | 4.00 | 0.40 „ |
| 25.38 3/4 | 4.20 | 0.20 „ |
| 25.40 | 4.40 | 0.00 „ |

In gleicher Weise lassen sich die äussersten Grenzen der Schwankungen des schweizerisch-deutschen Wechselkurses aus der Praxis des Maximal- und des Minimalkurses während des letzten Jahrzehntes auffinden. Der höchste Kurs wurde im Jahre 1890 mit 124.75, der niedrigste in 1896 mit 123.10 erreicht: dies ergiebt eine Differenz von 1.65 fcs. pro M. 100.00, d. i. 1.33 %, berechnet auf der Grundlage von Dreimonatswechseln gleich 5.32 %. Hiernach ist die mögliche Differenz der Diskontsätze:

**Tabelle X.**

| bei einem Wechselkurse von | Zürich höher als Berlin | Berlin höher als Zürich |
|---|---|---|
| 124.75 | 0.00 % | 5.32 % |
| 124.70 | 0.16 „ | 5.16 „ |

| bei einem Wechselkurse von | Zürich höher als Berlin | Berlin höher als Zürich |
|---|---|---|
| 124.65 | 0.32 % | 5.00 % |
| 124.60 | 0.48 „ | 4.84 „ |
| 124.55 | 0.64 „ | 4.68 „ |
| 124.50 | 0.80 „ | 4.52 „ |
| 124.45 | 0.96 „ | 4.36 „ |
| 124.40 | 1.13 „ | 4.20 „ |
| 124.35 | 1.29 „ | 4.03 „ |
| 124.30 | 1.45 „ | 3.87 „ |
| 124.25 | 1.61 „ | 3.71 „ |
| 124.20 | 1.77 „ | 3.55 „ |
| 124.15 | 1.94 „ | 3.39 „ |
| 124.10 | 2.10 „ | 3.23 „ |
| 124.05 | 2.26 „ | 3.07 „ |
| 124.00 | 2.42 „ | 2.90 „ |
| 123.95 | 2.58 „ | 2.74 „ |
| 123.90 | 2.74 „ | 2.58 „ |
| 123.85 | 2.90 „ | 2.42 „ |
| 123,80 | 3.07 „ | 2.24 „ |
| 123.75 | 3.23 „ | 2.08 „ |
| 123.70 | 3.39 „ | 1.92 „ |
| 123.65 | 3.55 „ | 1.76 „ |
| 123.60 | 3.71 „ | 1.61 „ |
| 123.55 | 3.87 „ | 1.45 „ |
| 123.50 | 4.04 „ | 1.28 „ |
| 123.45 | 4.20 „ | 1.12 „ |
| 123.40 | 4.36 „ | 0.96 „ |
| 123.35 | 4.52 „ | 0.80 „ |
| 123.30 | 4.68 „ | 0.64 „ |
| 123.25 | 4.84 „ | 0.48 „ |
| 123.2 | 5.00 „ | 0.32 „ |
| 123.15 | 5.16 „ | 0.16 „ |
| 123.10 | 5.32 „ | 0.00 „ |

Es ist nach den früheren Ausführungen selbstverständlich, dass, je grösser die möglichen Schwankungen des Wechselkurses eines Landes, je grösser also das Risiko der Valuta eines Landes, desto geringer der Einfluss des Diskontsatzes

des Auslandes auf denjenigen des Inlands. War der Spielraum des Wechselkurses am geringsten im gegenseitigen Verkehr der in Gold zahlenden Länder, so zeigte sich auch auch hier die relativ geringste Möglichkeit einer Differenz der Discontsätze: dieser Spielraum erweiterte sich im gegenseitigen, noch mehr im ausländischen Verkehr der Länder der lateinischen Münzunion: dieser Spielraum wird ausserordentlich gross, wenn die Möglichkeit der Schwankungen des Wechselkurses ihrerseits sich in ausserordentlichem Masse erweitert. Im gegenseitigen Verkehr aller in Papier zahlenden Länder wie im Verkehr der in Papier oder in Silber zahlenden Länder mit irgendwelchem anderen Lande ist also auch eine Beeinflussung des inländischen Diskontsatzes durch den Diskontsatz des Auslands nur in äusserst schwachem Masse möglich.

## VI. Die gegenseitigen Beziehungen der Marktdiskontsätze in Ländern verschiedener Valutaverhältnisse.

### ZWEITER TEIL.

Wenn wirklich den in Ziffern aufgestellten Formeln, welche die äusserst mögliche Differenz der Diskontsätze verschiedener Länder bei gegebenen Wechselkursen darstellen wollen, irgend welcher Anspruch auf Richtigkeit zuerkannt werden darf, so muss die Geschichte des Geldmarktes selbst den Beweis wie das Beweismaterial zur Rechtfertigung der Behauptungen liefern. Die zur Verfügung stehenden Durchschnittsziffern der Wechselkurse und Diskontsätze für Monate und Jahre wie auch die spezifizierte Analysierung ereignisreicher Wochen des Geldmarktes sollen zur Verdeutlichung dienen.

Der Tabelle I, welche die möglichen Differenzen zwischen dem Londoner und dem Berliner Diskontsatz bei gegebenen Wechselkursen darstellt, entnommen, sind in der folgenden Aufstellung aneinandergereiht: Die Durchschnittsziffer des

Berliner Wechselkurses auf London für die einzelnen Jahre 1880 bis 1900, die unter der Herrschaft dieser Wechselkurse — auf Grund der aufgestellten Tabelle — möglichen Differenzen der Diskontsätze der beiden Plätze, die wirklichen Diskontraten der beiden Orte im Durchschnitte der einzelnen Jahre und die wirkliche Differenz der Diskontraten in diesem Durchschnitte:

## Tabelle Ia.

| Jahr | Durchschnittl. Wechselkurs B. ü. L. | Mögl. Diskontdiff. nach T. L. ü. B. | B. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | B. | Wirkliche Differenz L. ü. B. | B. ü. L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1880 | 20.43[1 2 3]) | 1.90% | 1.30% | 2.26% | 3.12% | — | 0.86 % |
| 1881 | 20.45 | 2.30 „ | 0.90 „ | 2.99 „ | 3.08 „ | — | 0.09 „ |
| 1882 | 20.425 | 1.80 „ | 1.40 „ | 3.42 „ | 3.87 „ | — | 0.45 „ |
| 1883 | 20.435 | 2.00 „ | 1.20 „ | 3.00 „ | 3.07 „ | — | 0.07 „ |
| 1884 | 20.425 | 1.80 „ | 1.40 „ | 2.50 „ | 2.89 „ | — | 0.39 „ |
| 1885 | 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ | 2.13 „ | 2.82 „ | — | 0.69 „ |
| 1886 | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 2.13 „ | 2.16 „ | — | 0.03 „ |
| 1887 | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 2.58 „ | 2.30 „ | 0 28% | — |
| 1888 | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 2.38 „ | 2.11 „ | 0.27 „ | — |
| 1889 | 20.43 | 1.90 „ | 1.30 „ | 2.76 „ | 2.63 „ | 0.13 „ | — |
| 1890 | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 3.71 „ | 3.77 „ | — | 0.06 % |
| 1891 | 20.35 | 0.30 „ | 2.90 „ | 1.50 „ | 3.01 „ | — | 1.51 „ |
| 1892 | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 1.33 „ | 1.81 „ | — | 0.48 „ |
| 1893 | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 1.66 „ | 3.17 „ | — | 1.51 „ |
| 1894 | 20.39 | 1.10 „ | 2 10 „ | 1.69 „ | 1.74 „ | — | 0.05 „ |
| 1895 | 20.43 | 1.90 „ | 1.30 „ | 0.80 „ | 2.01 „ | — | 1.21 „ |
| 1896 | 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ | 1.52 „ | 3.04 „ | — | 1.52 „ |

[1]) Diese wie die in den folgenden Tabellen enthaltenen Ziffern sind teils den Statist. Jahrbüchern d. D. Reichs, teils Helfferich, Die Reform des deutschen Geldwesens, teils der Volkswirtsch. Chronik d. Conrad'schen Jahrbücher entnommen.

[2]) Es sind hier stets die Wechselkurse für kürzeste Sicht (Checkkurse, bezw. Cable-Transfer-Kurse) als Grundlage der Berechnungen angenommen. Praktisch sind ja die kurzen Kurse für diesen Zweck fast gleichbedeutend mit denjenigen auf 3, bezw. 2 Monate, da diese gewöhnlich nur den kurzen Kurs abzüglich — bei fester Valuta im Auslande — bezw. zuzüglich — bei fester Valuta im Inlande — den Markt-diskontsatz des fremden Landes darstellen.

[3]) Es darf besonders bei den folgenden Tabellen nicht übersehen werden, dass die Abweichungen der Goldpunkte von dem angenommenen Niveau — da sie statistisch nicht feststellbar sind — nicht berücksichtigt werden konnten. Die angenommenen Ziffern sind jedoch für Mehrzahl der Fälle als fast genau zutreffend zu erachten.

| Jahr | Durchschnittl. Wechselkurs B. ü. L. | Mög. Diskontdiff. nach T. L. ü. B. | B. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | B. | Wirkliche Differenz L. ü. B | B. ü. L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1897 | 20.369 | 0.68% | 2.32% | 1.88% | 3.08% | — | 1.20% |
| 1898 | 20.427 | 1.84 „ | 1.36 „ | 2.65 „ | 3.55 „ | — | 0.90 „ |
| 1899 | 20.435 | 2.00 „ | 1.20 „ | 3.29 „ | 4.44 „ | — | 1.15 „ |
| 1900 | 20.45 | 2.30 „ | 0.90 „ | 3.70 „ | 4.41 „ | — | 0.71 „ |

Es zeigt sich, dass die Differenz zwischen den Diskontsätzen Londons und Berlins im Durchschnitte keines Jahres die auf Grund des Wechselkurses angenommenen Grenzen überschritt. Das gleiche Ergebnis liefert eine gleiche, detaillierte Betrachtung der Durchschnittsziffern der einzelnen Monate in den letzten Jahren:

## Tabelle Ib.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. L. | Mögliche Diskontdifferenz L. ü. B. | B. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | B. | Wirkliche Differenz L. ü. B. | B. ü. L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1897 | Jan. | 20.40 | 1.30% | 1.90% | 2.69% | 3.27% | — | 0.58% |
| „ | Febr. | 20.41 | 1.50 „ | 1.70 „ | 1.95 „ | 3.58 „ | — | 1.63 „ |
| „ | März | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 1.61 „ | 2.89 „ | — | 1.28 „ |
| „ | April | 20.37 | 0.70 „ | 2.50 „ | 1.28 „ | 2.48 „ | — | 1.20 „ |
| „ | Mai | 20.37 | 0.70 „ | 2.50 „ | 1.03 „ | 2.36 „ | — | 1.33 „ |
| „ | Juni | 20.36 | 0.50 „ | 2.70 „ | 1.02 „ | 2.67 „ | — | 1.65 „ |
| „ | Juli | 20.36 | 0.50 „ | 2.70 „ | 0.88 „ | 2.38 „ | — | 1.50 „ |
| „ | Aug. | 20.37 | 0.70 „ | 2.50 „ | 1.53 „ | 2.54 „ | — | 1.01 „ |
| „ | Sept. | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 2.06 „ | 3.32 „ | — | 1.28 „ |
| „ | Okt. | 20.35 | 0.30 „ | 2.90 „ | 2.52 „ | 3.88 „ | — | 1.36 „ |
| „ | Nov. | 20.34 | 0.10 „ | 3.10 „ | 2.88 „ | 4.13 „ | — | 1.25 „ |
| „ | Dez. | 20.36 | 0.50 „ | 2.70 „ | 3.00 „ | 4.46 „ | — | 1.46 „ |
| 1898 | Jan. | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 2.49 „ | 3.18 „ | — | 0.69 „ |
| „ | Febr. | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 2.72 „ | 2.59 „ | 0.13% | — |
| „ | März | 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ | 3.00 „ | 2.71 „ | 0.29 „ | — |
| „ | April | 20.51 | 3.20 „ | 0.00 „ | 3.67 „ | 3.07 „ | 0.60 „ | — |
| „ | Mai | 20.48 | 2.90 „ | 0.30 „ | 3.31 „ | 3.23 „ | 0.08 „ | — |
| „ | Juni | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 1.47 „ | 3.57 „ | — | 2.10% |
| „ | Juli | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 1.20 „ | 3.20 „ | — | 2.00 „ |
| „ | Aug. | 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ | 1.48 „ | 3.21 „ | — | 1.73 „ |
| „ | Sept. | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 2.13 „ | 3.64 „ | — | 1.51 „ |
| „ | Okt. | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 3.35 „ | 4.02 „ | — | 0.67 „ |
| „ | Nov. | 20.44 | 2.10 „ | 1.10 „ | 3.54 „ | 4.90 „ | — | 1.36 „ |
| „ | Dez. | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 3.40 „ | 5.26 „ | — | 1.86 „ |
| 1899 | Jan. | 20.410 | 1.50 „ | 1.70 „ | 2.36 „ | 4.33 „ | — | 1.97 „ |
| „ | Febr. | 20.402 | 1.30 „ | 1.90 „ | 2.15 „ | 3.78 „ | — | 1.63 „ |
| „ | März | 20.402 | 1.30 „ | 1.90 „ | 2.41 „ | 4.28 „ | — | 1.87 „ |
| „ | April | 20.422 | 1.70 „ | 1.50 „ | 2.26 „ | 3.73 „ | — | 1.47 „ |
| „ | Mai | 20.433 | 2.00 „ | 1.20 „ | 2.24 „ | 3.63 „ | — | 1.39 „ |

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. L. | Mögliche Diskontdifferenz L. ü. B. | B. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | B. | Wirkliche Differenz L. ü B. | B. ü. L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1899 | Juni | 20.426 | 1.80% | 1.40% | 2.23% | 3.87% | — | 1.63% |
| „ | Juli | 20.452 | 2.30 „ | 0.90 „ | 3.14 „ | 3.75 „ | — | 0.61 „ |
| „ | Aug. | 20.466 | 2.60 „ | 0.60 „ | 3.54 „ | 4.42 „ | — | 0.88 „ |
| „ | Sept. | 20.437 | 2.00 „ | 1.20 „ | 3.57 „ | 4.85 „ | — | 1.28 „ |
| „ | Okt. | 20.45 | 2.30 „ | 0.90 „ | 4.60 „ | 5.06 „ | — | 0.46 „ |
| „ | Nov. | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 4.81 „ | 5.65 „ | — | 0.84 „ |
| „ | Dez. | 20.50[1]) | 3.20 „ | 0.00 „ | 6.19 „ | 5.97 „ | 0.22% | — |
| 1900 | Jan. | 20.48 | 2.90 „ | 0.30 „ | 3.87 „ | 4.42 „ | — | 0.55 „ |
| „ | Febr. | 20.49 | 3.10 „ | 0.10 „ | 3.71 „ | 4.21 „ | — | 0.50 „ |
| „ | März | 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ | 3.89 „ | 5.21 „ | — | 1.32 „ |
| „ | April | 20.49 | 3.10 „ | 0.10 „ | 4.00 „ | 4.43 „ | — | 0.43 „ |
| „ | Mai | 20.48 | 2.90 „ | 0.30 „ | 3.47 „ | 4.56 „ | — | 1.07 „ |
| „ | Juni | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 2.64 „ | 4.86 „ | — | 2.24 „ |
| „ | Juli | 20.44 | 2.10 „ | 1.10 „ | 3.28 „ | 4.06 „ | — | 0.78 „ |
| „ | Aug. | 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ | 3.91 „ | 4.03 „ | — | 0.12 „ |
| „ | Sept. | 20.45 | 2.30 „ | 0.90 „ | 3.81 „ | 4.41 „ | — | 0.60 „ |
| „ | Okt. | 20.44 | 2.10 „ | 1.10 „ | 3.28 „ | 4.06 „ | — | 0.15 „ |
| „ | Nov. | 20.43 | 1.90 „ | 1.30 „ | 3.90 „ | 4.16 „ | — | 0.26 „ |
| „ | Dez. | 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ | 4.02 „ | 4.49 „ | — | 0.47 „ |

Nur an einigen bestimmten Daten übersteigt die Differenz der Discontsätze die durch die Höhe des Wechselkurses bestimmte Grenze: doch eine Betrachtung der Lage des Geldmarktes derjenigen Zeitpunkte, an denen eine solche Ueberschreitung stattfand, zeigt sofort, dass dies alles nur Momente ausserordentlicher Geldmarktsverhältnisse waren, Momente, die eine nahe Krisis vorausschauen liessen, oder denen unmittelbar eine gefahrvolle Krisis vorausging; schliesslich ist auch zu erinnern, dass die exakte Feststellung der Goldpunktes für die betreffenden Daten unmöglich ist. Die ersten Abweichungen dieser Art, welche beweisen, dass die englischen Banquiers trotz der ihnen durch den Ankauf deutscher Wechsel zustehenden Gewinnchance ohne Verlustrisico es in den Monaten November, Dezember 1898 und anfangs Januar 1899 vorzogen, sich mit dem geringeren Zinsertrag der Heimat zu befriedigen, finden leicht ihre

[1]) Beide Überschreitungen des Goldpunktes waren nur die Folge der Haltung der Deutschen Reichsbank gegenüber den Banken, die einen Export von Gold beabsichtigten. Betreffs der Bewegung des Berlin-Londoner Wechselkurses Dezember 1899 siehe Seite 34/35.

Aufklärung bei einer Lektüre jener Nummern der führenden englischen Finanzblätter, besonders des „Economist“ und des „Statist“, die deutlich die damals herrschende Furcht einer nahen Krisis in Deutschland erkennen lassen und zur Vorsicht gegenüber dem Angebot deutscher Wechsel warnen. Erfüllte sich jene Erwartung damals nicht, so schwand die Furcht nach glücklicher Ueberschreitung der Jahreswende zwar für die ersten Monate des nächsten Jahres: doch bereits gegen das Ende des ersten Halbjahres, noch mehr in den folgenden Monaten begann die Furcht vor der Krisis von neuem sich in der Haltung der englischen Banken gegenüber dem Wechselangebot Deutschlands geltend zu machen. Hierzu kam im Anfange des zweiten Semesters 1899 die Furcht vor einer Zuspitzung der südafrikanischen Verhältnisse, die zwar für den Augenblick den Londoner Banken kein Aequivalent für den ihnen in Deutschland winkenden höheren Ertrag bot, die aber für die allernächste Zukunft eine höhere Verzinsungsrate des Leihgeldes im Inlande versprach und andererseits auch für die Rückberufung der in Deutschland ausgeliehenen Summen sehr ungünstige Rücksendungsbedingungen voraussagte. Nur so konnte in den Monaten Mai bis September 1899 die Differenz zwischen dem Londoner und dem Berliner Discontsatz die ihr durch das Niveau der Wechselkurse gesetzte Grenze überschreiten: und in der That waren alle Befürchtungen jener Zeit berechtigt: im Oktober erfolgte die Kriegserklärung in Süd-Afrika, in den Endmonaten des Jahres sprang der deutsch-englische Wechselkurs bis 20.60 und im Anfange des Jahres 1900 leitete monatelange Nervosität die Börsenkrisis in Deutschland ein, die im Juni ihren Höhepunkt erreichte und unmittelbar darauf ihren krisenhaften Charakter verlor: bereits mit dem Eintritte des zweiten Halbjahrs zeigt der Rückgang der Differenz der Discontsätze innerhalb die durch den Wechselkurs gewiesene Sphäre den Wiedereintritt ordentlicher Verhältnisse.

Ein analoges Beispiel, das die Furcht Deutschlands vor der am englischen Geldmarkt herrschenden Krisis wiederspiegelt, lässt sich der Geschichte des Geldmarkts zur Zeit

der Baring-Krisis entnehmen. Es notierte damals der deutsch-englische Wechselkurs 20.38, was — nach der aufgestellten Tabelle — in London einen die Berliner Rate um höchstens 0.90% übersteigenden Marktdiscontsatz gestattet. In Wirklichkeit war der Marktdiscontsatz in jenen Tagen (15.—18. November 1890) in Berlin $5^1/_4$%, in London 7%, was eine Differenz von 1.75% ergiebt: ein Zeichen für die Thatsache, dass Deutschland den englischen Geldmarkt damals unter allen Bedingungen als zu gefahrvoll ansah, als dass es sich durch den ihm in der höheren Ertragsrate winkenden Vorteil zur Ausleihung deutschen Geldes am Londoner Markte hätte verleiten lassen.

Einen gleichen Beleg für die Existenz und die Nähe der zwischen Wechselkurs und Discontrate bestehenden Verwandtschaft ergiebt eine Untersuchung der gegenseitigen Beziehungen der Geldmärkte Berlins und Amsterdams. Die Durchschnittsziffern der einzelnen Jahre 1885—1900 betrugen:

**Tabelle IIIa.**

| Jahr | Durchschn. Wechselk. B. ü. Amst. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle Amst ü. B. | B. ü. Amst. | Wirkliche Diskontrate A. | B. | Wirkliche Differenz A. ü. B. | B. ü. A. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1885 | 168.92 | 2.38 % | 1.98 % | 2.37 % | 2.82 % | — | 0.45 % |
| 1886 | 168.81 | 1.98 „ | 2.29 „ | 1.91 „ | 2.16 „ | — | 0.25 „ |
| 1887 | 168.54 | 1.01 „ | 3.26 „ | 2.13 „ | 2.30 „ | — | 0.17 „ |
| 1888 | 168.89 | 2.27 „ | 2.00 „ | 2.13 „ | 2.11 „ | 0.02 % | — |
| 1889 | 168.97 | 2.56 „ | 1.71 „ | 2.18 „ | 2.63 „ | — | 0.45 „ |
| 1890 | 168.64 | 1.37 „ | 2.90 „ | 2.59 „ | 3.77 „ | — | 1.18 „ |
| 1891 | 168.51 | 0.91 „ | 3.36 „ | 2.75 „ | 3.01 „ | — | 0.26 „ |
| 1892 | 168.59 | 0.83 „ | 3.44 „ | 2.00 „ | 1.81 „ | 0.19 % | — |
| 1893 | 168.71 | 1.63 „ | 2.64 „ | 2.87 „ | 3.27 „ | — | 0.30 „ |
| 1894 | 168.82 | 2.02 „ | 2.25 „ | 1.75 „ | 1.74 „ | 0.01 „ | — |
| 1895 | 168.67 | 1.48 „ | 2.79 „ | 1.54 „ | 2.01 „ | — | 0.47 „ |
| 1896 | 168.44 | 0.66 „ | 3.61 „ | 2.44 „ | 3.04 „ | — | 0.60 „ |
| 1897 | 168.60 | 1.23 „ | 3.03 „ | 2.32 „ | 3.08 „ | — | 0.76 „ |
| 1898 | 169.06 | 2.89 „ | 1.38 „ | 2.49 „ | 3.55 „ | — | 1.06 „ |
| 1899 | 168.71 | 1.63 „ | 2.64 „ | 3.24 „ | 4.44 „ | — | 1.20 „ |
| 1900 | 169.11 | 3.07 „ | 1.20 „ | 3.44 „ | 4.41 „ | — | 0.97 „ |

Die spezialisierten Ziffern für die einzelnen Monate der letzten Jahre:

## Tabelle III b.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. Amst. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle A. ü. B. | B. ü. A. | Wirkliche Diskontrate A. | B. | Wirkliche Differenz A. ü B. | B. ü. A. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1897 | Jan. | 168 64 | 1.37 % | 2.90 % | 2.72 % | 3.27 % | — | 0.55 % |
| „ | Febr. | 168.79 | 1.91 „ | 2.36 „ | 2.59 „ | 3.58 „ | — | 0.99 „ |
| „ | März | 168.52 | 0.94 „ | 3.33 „ | 2.19 „ | 3.58 „ | — | 0.70 „ |
| „ | April | 168.57 | 1.12 „ | 3.15 „ | 2.32 „ | 2.48 „ | — | 0.16 „ |
| „ | Mai | 168.85 | 2.13 „ | 2.14 „ | 2.38 „ | 2.36 „ | 0.02 % | — |
| „ | Juni | 168.60 | 1.23 „ | 3.03 „ | 2.03 „ | 2.67 „ | — | 0.64 % |
| „ | Juli | 168.58 | 1.16 „ | 3.11 „ | 2.16 „ | 2.38 „ | — | 0.22 „ |
| „ | Aug. | 168.46 | 0.73 „ | 3.54 „ | 1.94 „ | 2.54 „ | — | 0 60 „ |
| „ | Sept. | 168.39 | 0.48 „ | 3.79 „ | 2 55 „ | 3.32 „ | — | 0.77 „ |
| „ | Okt. | 168.60 | 1.23 „ | 3.03 „ | 2.81 „ | 3.88 „ | — | 1.07 „ |
| „ | Nov. | 168.71 | 1.63 „ | 2.64 „ | 2.94 „ | 4.13 „ | — | 1.19 „ |
| „ | Dez. | 168.54 | 1.01 „ | 3.26 „ | 2.53 „ | 4.46 „ | — | 1.93 „ |
| 1898 | Jan. | 169.00 | 2.67 „ | 1.50 „ | 2.69 „ | 3.18 „ | — | 0.49 „ |
| „ | Febr. | 169.34 | 3.89 „ | 0.38 „ | 2.63 „ | 2.59 „ | 0.04 % | — |
| „ | März | 169.32 | 3.82 „ | 0.45 „ | 2.50 „ | 2.71 „ | — | 0.21 „ |
| „ | April | 169.47 [1] | 4.27 „ | 0.00 „ | 2.80 „ | 3.07 „ | — | **0.27** „ |
| „ | Mai | 169.37 | 3.97 „ | 0.30 „ | 2.81 „ | 3.23 „ | — | **0.42** „ |
| „ | Juni | 169.05 | 2.85 „ | 1.42 „ | 2.55 „ | 3.57 „ | — | 1.02 „ |
| „ | Juli | 169 21 | 3.43 „ | 0.70 „ | 2 72 „ | 3.20 „ | — | 0.48 „ |
| „ | Aug. | 169.09 | 2.99 „ | 1.28 „ | 2.30 „ | 3.21 „ | — | 0.91 „ |
| „ | Sept. | 168.83 | 2.06 „ | 2.21 „ | 2.06 „ | 3.64 „ | — | 1.58 „ |
| „ | Okt. | 168.74 | 1.73 „ | 2.54 „ | 2.13 „ | 4.02 „ | — | 1.89 „ |
| „ | Nov. | 168 84 | 2.09 „ | 2.18 „ | 2.41 „ | 4.90 „ | — | **2.49** „ |
| „ | Dez. | 168.52 | 0.94 „ | 3.33 „ | 2.29 „ | 5.26 „ | — | 2.97 „ |
| 1899 | Jan. | 168.69 | 1.55 „ | 2.72 „ | 2.31 „ | 4.33 „ | — | 2.02 „ |
| „ | Febr. | 168.56 | 1.09 „ | 3.18 „ | 2.22 „ | 3.78 „ | — | 1.56 „ |
| „ | März | 168.26 | 0.04 „ | 4.23 „ | 2.03 „ | 4.28 „ | — | 2.25 „ |
| „ | April | 168.29 | 0.14 „ | 4.13 „ | 2.15 „ | 3.73 „ | — | 1.58 „ |
| „ | Mai | 168.46 | 0 74 „ | 3.53 „ | 2.28 „ | 3.63 „ | — | 1.35 „ |
| „ | Juni | 168.25 | 0.09 „ | 4.27 „ | 2 41 „ | 3.87 „ | — | 1.46 „ |
| „ | Juli | 168.50 | 0.87 „ | 3.39 „ | 3.33 „ | 3.75 „ | — | 0.42 „ |
| „ | Aug. | 168.82 | 2.02 „ | 2.25 „ | 3.78 „ | 4.42 „ | — | 0.64 „ |
| „ | Sept. | 168.75 | 1.77 „ | 2.50 „ | 4.08 „ | 4.85 „ | — | 0.77 „ |
| „ | Okt. | 169.32 | 3.82 „ | 0.45 „ | 4.81 „ | 5.06 „ | — | 0.27 „ |
| „ | Nov. | 169.38 | 4.01 „ | 0.26 „ | 4.63 „ | 5.65 „ | — | **1.02** „ |
| „ | Dez. | 169.31 | 3.79 „ | 0.46 „ | 4.85 „ | 5.97 „ | — | **1.12** „ |
| 1900 | Jan. | 169.72 | 4.72 „ | 0.00 „ | 4.59 „ | 4.42 „ | 0.17 % | — |
| „ | Febr. | 169.31 | 3.79 „ | 0.46 „ | 3.53 „ | 4.21 „ | — | **0.68** „ |

[1] Auch hier findet die Überschreitung des Deutschland ungünstigen Wechselkurses nur als eine Folge der Haltung der Deutschen Reichsbank gegenüber den Goldexporteuren statt — genau an denselben Daten, an denen auch der deutsch-englische Wechselkurs den entsprechenden Goldpunkt überschreitet.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechsel. B. ü. Amst. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle A. ü. B. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle B. ü. A. | Wirkliche Diskontrate A. | Wirkliche Diskontrate B. | Wirkliche Differenz A. ü. B. | Wirkliche Differenz B. ü. A. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1900 | März | 168.70 | 1.59 % | 2.67 % | 3.05 % | 5.21 % | — | 2.16 % |
| „ | April | 169.07 | 2.92 „ | 1.35 „ | 3.41 „ | 4.43 „ | — | 1.02 „ |
| „ | Mai | 169.16 | 3.25 „ | 1.02 „ | 3.38 „ | 4.56 „ | — | 1.18 „ |
| „ | Juni | 168.80 | 1.95 „ | 2.31 „ | 3.23 „ | 4.86 „ | — | 1.63 „ |
| „ | Juli | 169.08 | 2.96 „ | 1.31 „ | 3.41 „ | 4.06 „ | — | 0.65 „ |
| „ | Aug. | 168.94 | 2.45 „ | 1.82 „ | 3.22 „ | 4.03 „ | — | 0.81 „ |
| „ | Sept. | 168.89 | 2.27 „ | 2.00 „ | 3.25 „ | 4.41 „ | — | 1.16 „ |
| „ | Okt. | 169.19 | 3.35 „ | 0.92 „ | 3.47 „ | 4.03 „ | — | 0.55 „ |
| „ | Nov. | 169.24 | 3.53 „ | 0.74 „ | 3.44 „ | 4.16 „ | — | 0.72 „ |
| „ | Dez. | 169.14 | 3.17 „ | 1.10 „ | 3.39 „ | 4.49 „ | — | 1.10 „ |

Es zeigt sich hier wiederum dasselbe Verhältnis zwischen der Differenz der Discontsätze Amsterdams und Berlins und dem durch die Höhe des Wechselkurses dieser Differenz zugemessenen Spielraum: die durch den Wechselkurs der Differenz der Discontsätze gesetzten Grenzen werden nur wenige Male von der wirklichen Differenz überschritten, — und es ist keineswegs blinder Zufall, dass diese Ueberschreitungen hier an genau denselben Zeitpunkten stattfinden wie im Falle des deutsch-englischen Wechselkurses. Hier tritt nur noch eine Ueberschreitung der Grenze in den Monaten April und Mai 1898 hinzu: es war dies die Zeit des spanisch-amerikanischen Krieges, der besonders auf dem englischen Geldmarkte eine heftige Erschütterung hervorrief. Es lässt sich dies am besten durch die Spezialisierung der Ziffern der Discontsätze und Wechselkurse jener Tage veranschaulichen:

| 1898 | | London Bank-Diskont | London Markt-Diskont | Berlin Bank-Diskont | Berlin Markt-Diskont | Amsterdam Bank-Diskont | Amsterdam Markt-Diskont | Checkkurs B. auf L. | Checkkurs A. auf L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| März | 24. | 3.00 % | 2.94 % | 3.00 % | 2.75 % | 3.00 % | 2.38 % | 20 48½ | 12.11¼ |
| „ | 31. | 3.00 „ | 2.88 „ | 3.00 „ | 2.75 „ | 3.00 „ | 2.63 „ | 20.50 | 12.12½ |
| April | 7. | 4.00 „ | 3.63 „ | 3.00 „ | 2.75 „ | 3.00 „ | 2.63 „ | 20.52½ | 12 11¼ |
| „ | 14. | 4.00 „ | 3.88 „ | 4.00 „ | 3.13 „ | 3.00 „ | 3.00 „ | 20 53 „ | 12.11 „ |
| „ | 21. | 4.00 „ | 4.00 „ | 4.00 „ | 3.75 „ | 3.00 „ | 2.88 „ | 20.56 | 12.16 „ |
| „ | 28. | 4.00 „ | 3.63 „ | 4.00 „ | 3.25 „ | 3.00 „ | 2.88 „ | 20.52 | 12.10 |
| Mai | 5. | 4.00 „ | 3.75 [1]) | 4.00 „ | 3.25 „ | 3.00 „ | 3.00 „ | 20.53½ | 12.10 |
| „ | 12. | 4.00 „ | 3.75 „ | 4.00 „ | 3.38 „ | 3.00 „ | 3.00 „ | 20.50 „ | 12.11¼ |

[1]) An diesem Tage war eine bedeutende Einzahlung auf die chinesische Anleihe fällig, zu deren Leistung der englische Geldmarkt eine grosse Summe bei der Bank von England entleihen musste; siehe engl. Economist v. 7. V. 1898.

Die aufsteigende Conjunctur des industriellen und commerziellen Lebens Deutschlands in einer Periode der Stagnation des Wirtschaftslebens der anderen Staaten Westeuropas hatte unmittelbar vorher einen lebhaften Zuzug ausländischen Geldes nach Deutschland hervorgerufen, — nicht unbedingt, weil in dem damaligen Stadium der Aufwärtsbewegung Deutschland nicht genügend eigene Kapitalkraft zur Sättigung des Bedarfes der Industrie und des Handels besessen hätte, sondern vielleicht auch aus dem Grunde, weil das ausländische Geld in seiner Heimat nur einen weit niedrigeren Ertrag hätte finden können. Da kam der spanisch-amerikanische Krieg, der nicht in solchem Masse finanzielle Mittel verlangte, als er die Bereithaltung grosser Summen für die Eventualität unerwarteter Ansprüche forderte. Der englische „Economist" jener Wochen erachtete damals die Lage für völlig ungeklärt und constatierte nur mit Genugthuung, dass die west-europäischen Banken den grössten Teil der ausgeliehenen Gelder abriefen, um sich für alle Möglichkeiten vorzubereiten. Diese plötzliche Bewegung spiegelt sich genau in den aufgeführten Ziffern wieder: England und Holland riefen alle in Deutschland ausgeliehenen Gelder zurück: obwohl indess für die aus Deutschland zurückgesandten, holländischen Gelder der englische Geldmarkt die vorteilhafteste Verwendung geboten hätte, so zeigt die Stabilität des holländisch-englischen Wechselkurses während dieser Wochen — abgesehen von einem Aufschnellen des Kurses für wenige Tage —, dass der Zweck der Rückberufung der in Deutschland ausgeliehenen fremden Gelder nicht in dem Streben nach anderweitiger, vorteilhafterer Verwendung der Geldsummen bestand, sondern nur in der Schaffung möglichst grosser Barvorräte: unter diesen Umständen war ja auch die Höhe des Wechselkurses, zu dem die ausländischen Geldsummen von Deutschland nach ihrem Heimatlande remittiert wurden, nur von ganz untergeordneter Bedeutung: kein Niveau der Wechselkurse wäre im Stande gewesen, die englischen und holländischen Banken von der Ausführung ihrer Absicht zurückzuhalten, die im Auslande ausgeliehenen Summen heimzurufen. Dass dies auch die

Logik der damaligen internationalen Geldbewegung gewesen, geht am deutlichsten daraus hervor, dass unmittelbar darauf — sobald die Geldmarktkrisis überwunden gewesen — dieselben Geldsummen wiederum in die ertragsreicheren Geldmärkte Deutschlands zurückflossen, eine Thatsache, die sich am deutlichsten in den auffallend niedrigen Wechselkursen Deutschlands in den darauf folgenden Monaten wiederspiegelt; diese Bewegung setzte sogar in solchem Masse ein, dass der Berlin-Amsterdamer Wechselkurs im Anfange des nächsten Jahres den unteren Goldpunkt erreichte.

Die Geschichte des amerikanischen Geldmarkts giebt wohl den interessantesten Beleg für die Richtigkeit der aufgestellten Thesen. Zu dem Verständnis der folgenden Ziffern muss hier an die Geschichte der amerikanischen Währung während des letzten Jahrzehnts erinnert werden: an das Gesetz des Jahres 1890 (die Sherman-Acte), das den Ankauf von 4½ Millionen Unzen Silber pro Monat befahl: an die Aufhebung dieses Gesetzes als eine Folge des Verschwindens des Goldes aus der Zirkulation, unmittelbar nach der Schliessung der indischen Münzstätten: endlich an die Wahl Kinleys, des Antisilber-Mannes, zum Präsidenten der amerikanischen Republik im Jahre 1896, an jene Wahl, mit deren glücklichem Ausgange der Währungsstreit in den Staaten

## Tabelle IIa.

| Jahr | Durchschn. Wechselk. B. ü. N.-Y. | Mögl. Diskontdifferenz nach Tabelle N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. | Wirkliche Diskontrate N.-Y.[1] | B. | Wirkliche Differenz N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1890 | 418.19 | 1.65 % | 4.36 % | 5.92 % | 3.97 % | **2.15 %** | — |
| 1891 | 417.94 | 1.35 „ | 4.66 „ | 5.87 „ | 3.01 „ | **2.86** „ | — |
| 1892 | 417.84 | 1.24 „ | 4.77 „ | 4.46 „ | 1.81 „ | **2.65** „ | — |
| 1893 | 418.75 | 2.32 „ | 3.69 „ | 7.11 „ | 3.17 „ | **3.94** „ | — |
| 1894 | 418.08 | 1.52 „ | 4.49 „ | 3.40 „ | 1.74 „ | **1.66** „ | — |
| 1895 | 417.53 | 0.87 „ | 5.14 „ | 3.87 „ | 2.01 „ | **1.86** „ | — |
| 1396 | 418.12 | 1.54 „ | 4.47 „ | 5.88 „ | 3.04 „ | **2.84** „ | — |
| 1897 | 418.56 | 0.90 „ | 5.11 „ | 3.87 „ | 3.08 „ | 0.79 „ | — |
| 1898 | 420.91 | 4.89 „ | 1.12 „ | 4.23 „ | 3.55 „ | 0.68 „ | — |
| 1899 | 419.63 | 3.36 „ | 2.65 „ | 4.28 „ | 4.44 „ | — | 0.16 % |
| 1900 | 420.03 | 3.84 „ | 2.17 „ | 4.74 „ | 4.41 „ | 0.33 „ | — |

[1]) Es ist in dieser Tabelle stets der Diskontsatz für Wechsel, nicht der on-call-Satz herangezogen: vgl: S. 11/12.

## Tabelle II b.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. N.-Y. | Mögl. Diskontd. nach Tabelle N.-Y. ü. B. | B ü. N.-Y. | Wirkliche Diskontrate N.-Y. | B. | Wirkliche Differenz N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1897 | Jan. | 418.10 | 1.54 % | 4.47 % | 3.90 % | 3.27 % | 0.63 % | — |
| „ | Feb. | 418.98 | 2.60 „ | 3.41 „ | 3.50 „ | 2.58 „ | 0.92 „ | — |
| „ | März | 418.66 | 2.21 „ | 3.80 „ | 3.50 „ | 2.89 „ | 0.61 „ | — |
| „ | April | 417.81 | 1.32 „ | 4.69 „ | 3.75 „ | 2.48 „ | 1.27 „ | — |
| „ | Mai | 418.13 | 1.69 „ | 4.32 „ | 4.00 „ | 2.36 „ | 1.64 „ | — |
| „ | Juni | 417.87 | 1.40 „ | 4.61 „ | 3.88 „ | 2.67 „ | 1.19 „ | — |
| „ | Juli | 417.58 | 1.05 „ | 4.96 „ | 3.50 „ | 2.38 „ | 1.12 „ | — |
| „ | Aug. | 418.67 | 2.22 „ | 3.79 „ | 3.75 „ | 2.54 „ | 1.21 „ | — |
| „ | Sept. | 419.39 | 3.08 „ | 2.93 „ | 4.13 „ | 3.32 „ | 0.81 „ | — |
| „ | Okt. | 419.42 | 3.11 „ | 2.90 „ | 4.40 „ | 3.88 „ | 0.52 „ | — |
| „ | Nov. | 419.18 | 2.83 „ | 3.18 „ | 4.38 „ | 4.13 „ | 0.25 „ | — |
| „ | Dez. | 419.02 | 2.64 „ | 3.37 „ | 3.75 „ | 4.46 „ | — | 0.71 % |
| 1898 | Jan. | 420.02 | 3.82 „ | 2.19 „ | 4.13 „ | 3.18 „ | 0.95 „ | — |
| „ | Febr. | 420.77 | 4.73 „ | 1.28 „ | 3.50 „ | 2.59 „ | 0.91 „ | — |
| „ | März | 422.73 [1] | 6.01 „ | 0.00 „ | 4.06 „ | 2.71 „ | 1.35 „ | — |
| „ | April | 423.44 | 6.01 „ | 0.00 „ | 5.45 „ | 3.07 „ | 2.38 „ | — |
| „ | Mai | 421.63 | 5.74 „ | 0.27 „ | 6.38 „ | 3.23 „ | 3.15 „ | — |
| „ | Juni | 419.55 | 3.27 „ | 2.74 „ | 3.98 „ | 3.57 „ | 0.41 „ | — |
| „ | Juli | 419.50 | 3.21 „ | 2.80 „ | 3.63 „ | 3.20 „ | 0.43 „ | — |
| „ | Aug. | 419.98 | 3.78 „ | 2.23 „ | 3.83 „ | 3.21 „ | 0.63 „ | — |
| „ | Sept. | 420.89 | 4.88 „ | 1.13 „ | 4.41 „ | 3.64 „ | 0.77 „ | — |
| „ | Okt. | 421.11 | 5.13 „ | 0.88 „ | 4.09 „ | 4.02 „ | 0.07 „ | — |
| „ | Nov. | 420.62 | 4.54 „ | 1.47 „ | 3.63 „ | 4.90 „ | — | 1.27 % |
| „ | Dez. | 420.71 | 4.65 „ | 1.36 „ | 3.63 „ | 5.26 „ | — | 1.63 „ |
| 1899 | Jan. | 420.73 | 4.67 „ | 1.34 „ | 3.38 „ | 4.33 „ | — | 0.95 „ |
| „ | Febr. | 419.44 | 3.14 „ | 2.87 „ | 3.19 „ | 3.78 „ | | 0.59 „ |
| „ | März | 419.69 | 3.44 „ | 2.57 „ | 3.72 „ | 4.28 „ | — | 0.56 „ |
| „ | April | 419.25 | 2.91 „ | 3.10 „ | 4.20 „ | 3.73 „ | 0.47 % | — |
| „ | Mai | 418.68 | 2.24 „ | 3.77 „ | 3.84 „ | 3.63 „ | 0.21 „ | — |
| „ | Juni | 418.25 | 1.72 „ | 4.29 „ | 3.69 „ | 3.87 „ | — | 0.18 „ |
| „ | Juli | 419.06 | 2.69 „ | 3.32 „ | 3.55 „ | 3.75 „ | — | 0.20 „ |
| „ | Aug. | 420.44 | 4.33 „ | 1.68 „ | 4.19 „ | 4.42 „ | — | 0.23 „ |
| „ | Sept. | 420.43 | 4.31 „ | 1.70 „ | 4.73 „ | 4.85 „ | — | 0.12 „ |
| „ | Okt. | 419.65 | 3.39 „ | 2.62 „ | 5.63 „ | 5.06 „ | 0.57 % | — |
| „ | Nov. | 419.71 | 3.44 „ | 2.57 „ | 5.19 „ | 5.65 „ | — | 0.46 „ |
| „ | Dez. | 420.15 | 3.98 „ | 2.03 „ | 5.75 „ | 5.97 „ | — | 0.22 „ |

[1]) Wie alle übrigen deutschen Wechselkurse, überschritt auch der deutsch-amerikanische in den Monaten März und April die Grenze des oberen Goldpunktes, der deutsch-amerikanische sogar relativ am stärksten, da in New-York am stärksten das Streben nach Heimrufung aller im Auslande ausgeliehenen Gelder hervortrat.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. N.-Y. | Mögl. Diskontdifferenz nach Tabelle N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. | Wirkliche Diskontrate N.-Y. | B. | Wirkliche Differenz N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1900 | Jan. | 420.19 | 4.03 % | 1.98 % | 5.88 % | 4.42 % | 1.46 % | — |
| „ | Febr. | 420.30 | 4.16 „ | 1.85 „ | 4.66 „ | 4.21 „ | 0.45 „ | — |
| „ | März | 420.96 | 4.95 „ | 1.06 „ | 4.95 „ | 5.21 „ | — | 0.26 % |
| „ | April | 419.96 | 3.75 „ | 2.26 „ | 4.91 „ | 4.43 „ | 0.49 „ | — |
| „ | Mai | 419.50 | 3.21 „ | 2.80 „ | 4.22 „ | 4.56 „ | — | 0.34 „ |
| „ | Juni | 419.02 | 2.64 „ | 3.37 „ | 3.94 „ | 4.86 „ | — | 0.92 „ |
| „ | Juli | 419.35 | 3.03 „ | 2.98 „ | 4.03 „ | 4.06 „ | — | 0.03 „ |
| „ | Aug. | 419.65 | 3.39 „ | 2.62 „ | 4.44 „ | 4.03 „ | 0.41 „ | — |
| „ | Sept. | 419.59 | 3.32 „ | 2.69 „ | 4.55 „ | 4.41 „ | 0.14 „ | - |
| „ | Okt. | 421.65 | 5.77 „ | 0.24 „ | 5.25 „ | 4.03 „ | 1.22 „ | — |
| „ | Nov. | 420.15 | 3.98 „ | 2.03 „ | 5.34 „ | 4.16 „ | 1.18 „ | — |
| „ | Dez. | 420.08 | 3.90 „ | 2.11 „ | 4.75 „ | 4.49 „ | 0.26 „ | — |

als praktisch beendet angesehen werden kann. Erst mit dem Jahre 1896 treten somit die Vereinigten Staaten in die Reihe derjenigen Länder, die eine feste, verlässliche Valuta besitzen, nachdem bis dahin stets in Europa äusserster Scepticismus gegenüber den finanzpolitischen Vorgängen in Amerika geherrscht hatte. Dieser Stand der Dinge spiegelt sich mit auffallender Genauigkeit in den angeführten Ziffern wieder: bis zum Jahre 1896 überschritt die wirkliche Differenz zwischen dem New-Yorker und dem Berliner Discontsatze bei weitem die ihr durch den jeweiligen Wechselkurs gesetzte Grenze. Wäre der Zustand der amerikanischen Valuta damals über jeden Zweifel erhaben gewesen, dann hätte bei den damaligen Discontsätzen:

| Jahr | Durchschnittlicher Diskontsatz New-York | Berlin | Differenz N.-Y. h. als B. | B. h. als N.-Y. |
|---|---|---|---|---|
| 1890 | 5.92 % | 3.77 % | 2.15 % | — |
| 1891 | 5.87 „ | 3.01 „ | 2.86 „ | — |
| 1892 | 4.46 „ | 1.81 „ | 2.65 „ | — |
| 1893 | 7.11 „ | 3.17 „ | 3.94 „ | — |
| 1894 | 3.40 „ | 1.74 „ | 1.66 „ | — |
| 1895 | 3.87 „ | 2.01 „ | 1.86 „ | — |
| 1896 | 5.88 „ | 3.04 „ | 2.84 „ | — |

der Wechselkurs im Minimum betragen müssen:

| Jahr | Differenz der Diskontsätze N.-Y. ü. B. | B. ü. N.-Y. | dies nur nach Tabelle mögl. bei einem Wechselk von | Wirklicher Wechselkurs |
|---|---|---|---|---|
| 1890 | 2.15 % | — | 418.61 | 418.19 |
| 1891 | 2.86 „ | — | 419.21 | 417.94 |
| 1892 | 2.65 „ | — | 419.03 | 417.84 |
| 1893 | 3.94 „ | — | 420.12 | 418.75 |
| 1894 | 1.66 „ | — | 418.20 | 418.08 |
| 1895 | 1.86 „ | — | 418.36 | 417.53 |
| 1896 | 2.84 „ | — | 419.19 | 418.12 |

Bei einem gesunden Zustande der amerikanischen Valuta hätte also in all diesen Jahren der Wechselkurs höher sein müssen, als er in der That war: in Wirklichkeit war er unter dem Niveau, das er unter der Herrschaft einer ungefährdeten Valuta der Vereinigten Staaten hätte einnehmen müssen: d. h. um $ 100 zu erhalten, bedurfte es einer geringeren Summe deutschen Geldes, als zur Erlangung dieser Summe unter der Herrschaft einer ungefährdeten Valuta der Staaten notwendig gewesen wäre: die Kaufkraft des deutschen Geldes war demnach gegenüber dem amerikanischen unverhältnismässig gross; die Kaufkraft des amerikanischen Geldes war unverhältnismässig gering: die amerikanische Valuta war während all dieser Jahre unterwertet. Dies änderte sich plötzlich mit dem Ende des Jahres 1896: und die spezialisierte Tabelle der Wechselkurse und Discontsätze der Jahre 1897 – 1900 beweist, dass die Differenz der Discontsätze nicht ein einziges Mal während dieses Zeitraums zu Ungunsten der Vereinigten Staaten die durch den Wechselkurs bedingte Grenze überschritt, nur ein einziges Mal diejenige zu Ungunsten Deutschlands in demselben Monate Ende 1898, in dem die Furcht vor dem Ausbruch einer Krisis in Deutschland auch in dem Verhältnisse der deutschen Valuta zu derjenigen anderer Länder die gleichen Folgen erzeugte.

Gleiche Zusammenstellungen der Wechselkurse und Discontsätze zweier beliebiger in Gold zahlender Länder lieferten gewiss das gleiche Ergebnis. Hier sollen nur noch die Beziehungen solcher in Gold zahlender Länder an spezifizierten Ziffern des amerikanisch-englischen Wechselkurses, sowie des holländisch-englischen Wechselkurses geprüft werden. (Siehe Tabelle IV b folgende Seite.)

Auch in den letzten Monaten des Jahres 1899, wo ungewöhnliche Knappheit des Leihgeldangebots in Westeuropa herrschte, hielt sich die Differenz zwischen dem Londoner und dem New-Yorker Discontsatze innerhalb der durch den Wechselkurs bedingten Grenzen. Auffällig ist bei dem New-York-Londoner Wechselkurse die Grösse des Spielraums (6.48%), welcher der möglichen Differenz der Discontsätze

## Tabelle IV b.

| Datum 1899 | Wechselkurs Cable-Transfer N.-Y. ü. L. | Mögliche Diskontd. nach Tabelle N.-Y. ü. L. | Mögliche Diskontd. nach Tabelle L. ü. N.-Y. | Wirkliche Diskontrate N.-Y. | Wirkliche Diskontrate L. | Wirkliche Differenz N.-Y. ü. L. | Wirkliche Differenz L. ü. N.-Y. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nov. 2. | 4.87 1/2 | 1.54 % | 4.94 % | 5.00 % | 4.25 % | 0.75 % | — |
| „ 9. | 4.87 | 2.05 „ | 4.43 „ | 5.25 „ | 4.63 „ | 0.63 „ | — |
| „ 16. | 4.87 | 2.05 „ | 4.43 „ | 5.25 „ | 4.63 „ | 0.63 „ | — |
| „ 23. | 4.86 1/8 | 2.95 „ | 3.53 „ | 5.25 „ | 4.94 „ | 0.31 „ | — |
| „ 30. | 4.87 | 2.05 „ | 4.43 „ | 5.75 „ | 5.62 „ | 0.13 „ | — |
| Dez. 7. | 4.87 5/8 | 1.41 „ | 5.07 „ | 5.75 „ | 5.75 „ | 0.00 „ | 0.00 % |
| „ 14. | 4.88 5/8 | 0.38 „ | 6.10 „ | 5.75 „ | 6.25 „ | — | 0.50 „ |
| „ 21. | 4.88 3/4 | 0.26 „ | 6.22 „ | 5.75 „ | 6.88 „ | — | 1.13 „ |
| „ 28. | 4.88 5/8 | 0.38 „ | 6.10 „ | 5.75 „ | 6.00 „ | — | 0.25 „ |

gesetzt ist. In der That sind auch solche Transactionen zum Zwecke der Ausnutzung der höheren Discontsätze im englisch-amerikanischen Zahlungsverkehr relativ selten; dies äussert sich äusserlich bereits in der Existenz und Bedeutung des Cable-Transfer-Kurses: soweit irgend möglich, werden alle englisch-amerikanischen Zahlungen per Kabel geleistet. Die Wechseltransactionen gehen hiervon völlig getrennt vor sich: etwaige Ueberschüsse der amerikanischen Zahlungsverpflichtungen in Europa, die sich im Laufe des Jahres ansammeln, werden durch den Export der Bodenprodukte in den Herbstmonaten, Ueberschüsse zu Gunsten der Staaten, soweit nicht anderweitig möglich, durch Goldsendungen gedeckt.[1]) Nur so lässt sich auch die ungewöhnlich grosse Differenz zwischen dem New-York-Londoner Cable-Transfer-Kurse und dem Kurse pro 60 Tage nach Sicht erklären. Es war z. B. der New-York-Londoner Kurs per 60 Tage nach Sicht am 1. Juni 1901 4.85 1/4: bei dem damaligen Londoner Discontsatze von 3.63 % hätte der Cable-Transfer-Kurs nur $\frac{3.63 \ . \ 4.88}{5}$ = ca. 3 1/2 c. höher sein, also 4.88 3/4 betragen dürfen. In Wirklichkeit war der Kabelkurs damals 4.89 1/8, wobei gleichzeitig fast $ 4 000 000 Gold von New-York nach Paris verschifft wurden. Dieses Verhältnis der Differenz zwischen Cable-Kurs und Wechselkurs ist hier indessen andauernd: es war am

[1]) In den letzten Jahren in sehr starkem Masse durch Effektenverkäufe.

| 1901 | Wechselk. N.-Y. ü. L. 60 T. n. S. | Londoner M.-Diskontrate | Entsprechender Cable-Kurs | Wirklicher Cable-Kurs | Differenz |
|---|---|---|---|---|---|
| Juni 8. | 4.85 1/2 | 3.12 % | 4.88 1/2 | 4.89 1/4 | 0.75 |
| „ 15. | 4.86 | 2.63 „ | 4.88 3/8 | 4.89 1/4 | 0 88 |
| „ 22. | 4.85 1/2 | 2.63 „ | 4.87 7/8 | 4.88 3/4 | 0.88 |
| „ 29. | 4.85 1/4 | 2.75 „ | 4.87 3/4 | 4.88 1/2 | 0.75 |
| Juli 6. | 4.85 3/8 | 2.50 „ | 4.87 5/8 | 4.88 1/4 | 0.63 |
| „ 13. | 4.85 | 2.63 „ | 4.87 3/8 | 4.88 | 0.63 |
| „ 20. | 4.84 3/4 | 2.63 „ | 4.87 1/8 | 4.87 7/8 | 0.75 |
| „ 27. | 4.84 3/4 | 2.63 „ | 4.87 1/8 | 4.87 3/4 | 0.63 |
| Aug. 3. | 4.85 1/8 | 2.63 „ | 4.87 3/8 | 4.88 1/4 | 0.88 |
| Sept. 7. | 4.83 1/2 | 2.38 „ | 4.85 3/4 | 4.86 | 0.25 |
| „ 14. | 4.83 3/4 | 2.38 „ | 4.85 7/8 | 4.85 7/8 | 0.00 |
| „ 24. | 4.82 1/2 | 2.25 „ | 4.84 3/8 | 4.85 3/8 | 1.00 |
| „ 28. | 4.83 1/4 | 2.31 „ | 4.85 1/4 | 4.86 1/4 | 1.00 |

Als Beweis der Richtigkeit der für den englisch-holländischen Geldverkehr aufgestellten Tabelle sollen drei Perioden herangezogen werden, während deren der Geldmarkt eines dritten Landes eine mehr oder minder heftige Krisis durchmachte — die geldknappe Periode des ersten Halbjahres 1898 zur Zeit des spanisch-amerikanischen Krieges, die Geldteuerung des Jahres 1899 bei Beginn des südafrikanischen Krieges und der ungewöhnlich hohen Discontsätze Deutschlands, endlich die Frühjahrsmonate des Jahres 1901, die Zeit der Börsenkrisis in den Vereinigten Staaten: in der Spezialisierung solcher Fälle, wo grosse Sprünge der Discontsätze und Wechselkurse des gesamten internationalen Geldmarkts zu den regelmässigen Begleiterscheinungen gehören, liegt wohl das beste Beweismittel der Richtigkeit der aufgestellten Tabellen.

## Tabelle V a.

| 1898 | Durchschn. Wechselk. Amst. ü. L. | Mögl. Diskontdifferenz nach Tabelle Amst. ü. L. | L. ü. Amst. | Wirkliche Diskontrate Amst. | L. | Wirkliche Differenz Amst. ü. L. | L. ü. Amst. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| März 24. | 12.11 1/4 | 1.14 % | 2.30 % | 2.38 % | 2.94 % | — | 0.69 % |
| „ 31. | 12.12 1/2 | 0.73 „ | 2.71 „ | 2.63 „ | 2.88 „ | — | 2.25 „ |
| April 7. | 12.11 1/4 | 1.14 „ | 2.30 „ | 2.63 „ | 3.63 „ | — | 1.00 „ |
| „ 14. | 12.11 1/4 | 1.14 „ | 2.30 „ | 3.00 „ | 3.88 „ | — | 0.87 „ |
| „ 21. | 12.16 1/4 | 0.00 „ | 3.44 „ | 2,88 „ | 4.00 „ | — | 1.13 „ |
| „ 28. | 12.10 | 1.55 „ | 1.89 „ | 2.88 „ | 3.63 „ | — | 0.75 „ |
| Mai 5. | 12.10 | 1.55 „ | 1.89 „ | 3.00 „ | 3.75 „ | — | 0.75 „ |
| „ 12. | 12.11 1/4 | 1.14 „ | 2.30 „ | 3.00 „ | 3.75 „ | — | 0.75 „ |

1899 **Tabelle V b.**

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Okt. | 5. | 12,13¾ | 0.31 % | 3.13 % | 5.00 % | 5.25 % | — | 0.25 % |
| „ | 12. | 12.10 | 1.55 „ | 1.89 „ | 4.75 „ | 4.63 „ | 0.12 % | — |
| „ | 19. | 12.08¾ | 1.97 „ | 1.47 „ | 4.75 „ | 4.50 „ | 0.25 „ | — |
| „ | 26. | 12.08¾ | 1.97 „ | 1.47 „ | 4.50 „ | 4.13 „ | 0.37 „ | — |
| Nov. | 2. | 12.06¼ | 2.80 „ | 0.64 „ | 4.88 „ | 4.25 „ | 0.63 „ | — |
| „ | 9. | 12.06¼ | 2.80 „ | 0.64 „ | 4.88 „ | 4.63 „ | 0.25 „ | — |
| „ | 16. | 12.06¼ | 2.80 „ | 0.64 „ | 4.13 „ | 4.63 „ | — | 0.50 % |
| „ | 23. | 12.06¼ | 2.80 „ | 0.64 „ | 4.63 „ | 4.94 „ | — | 0.31 „ |
| „ | 30. | 12.10 | 1.55 „ | 1.89 „ | 4.75 „ | 5.63 „ | — | 0.88 „ |
| Dez. | 7. | 12.11¼ | 1.14 „ | 2.30 „ | 4.63 „ | 5.75 „ | — | 1.12 „ |
| „ | 14. | 12.12½ | 0.73 „ | 2.71 „ | 5.00 „ | 6.25 „ | — | 1.25 „ |
| „ | 21. | 12.14¾ | 0.00 „ | 3.44 „ | 5.00 „ | 6.88 „ | — | 1.88 „ |
| „ | 28. | 12.13¾ | 0.31 „ | 3.13 „ | 4.88 „ | 6.00 „ | — | 1.12 „ |

1901 **Tabelle V c.**

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Apr. | 2. | 12.09½ | 1.74 % | 1.70 % | 3.25 % | 3.63 % | — | 0.38 % |
| „ | 11. | 12.11 | 1.22 „ | 2.22 „ | 3.38 „ | 3.75 „ | — | 0.38 „ |
| „ | 18. | 12.09½ | 1.74 „ | 1.70 „ | 3.38 „ | 3.38 „ | — | 0.00 „ |
| „ | 25. | 12.09 | 1.89 „ | 1.55 „ | 3.38 „ | 3.63 „ | — | 0.25 „ |
| Mai | 2. | 12.05¾ | 2.96 „ | 0.48 „ | 3.38 „ | 3.50 „ | — | 0.12 „ |
| „ | 9. | 12.05¾ | 2.96 „ | 0.48 „ | 3.50 „ | 3.75 „ | — | 0.25 „ |
| „ | 16. | 12.06 | 2.88 „ | 0.56 „ | 3.38 „ | 3.88 „ | — | 0.50 „ |
| „ | 23. | 12.08¼ | 2.14 „ | 1.30 „ | 3.38 „ | 3.75 „ | — | 0.37 „ |
| „ | 30. | 12.09 | 1.89 „ | 1.55 „ | 3.25 „ | 3.63 „ | — | 0.37 „ |
| Juni | 6. | 12.06½ | 2.72 „ | 0.72 „ | 3.25 „ | 3.13 „ | 0.12 % | — |
| „ | 13. | 12.06¾ | 2.63 „ | 0.81 „ | 3.25 „ | 2.63 „ | 0.63 „ | — |
| „ | 20. | 12.06½ | 2.72 „ | 0.72 „ | 2.88 „ | 2.63 „ | 0.25 „ | — |
| „ | 27. | 12.07½ | 2.39 „ | 1.05 „ | 2.63 „ | 2.75 „ | — | 0.12 % |

Wie ein Versuch, die Grenzen der möglichen Verschiedenheiten zwischen der Höhe der Discontsätze zweier Länder der lateinischen Münzunion zu erforschen, auf Schwierigkeiten stösst, da in beiden Ländern die praktisch ausgeübte Möglichkeit einer zwangsweisen Auszahlung in silbernen Fünffrankenstücken besteht, so ist es auch nur in beschränktem Masse möglich, einen Nachweis zu liefern, dass die Differenz zwischen den Discontsätzen zweier Länder der lateinischen Münzunion niemals die durch die Höhe der Wechselkurse bestimmten Grenzen überschreitet. Als Belege für die Beziehungen des französisch-belgischen Geldverkehrs seien hier einige Ziffern des Jahres 1898 angeführt: [1])

[1]) An Stelle der in Paris mit „prime“ oder „perte“ notierten Kurse sind hier die vollen Ziffern eingesetzt.

## Tabelle VI b.

| 1898 | Wechselk. P. ü. Br. | Diskont-Differenz nach Tabelle P. ü. Br. | Diskont-Differenz nach Tabelle Br. ü. P. | Wirkliche Diskontrate P. | Wirkliche Diskontrate Br. | Wirkliche Differenz P. ü. Br. | Wirkliche Differenz Br. ü. P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aug. 4. | 99.78 | 1.43 % | 0.97 % | 1.75 % | 2.25 % | — | 0.50 % |
| „ 11. | 99.78 | 1.43 „ | 0.97 „ | 1.75 „ | 2.25 „ | — | 0.50 „ |
| „ 18. | 99.75 | 1.56 „ | 0.84 „ | 1.75 „ | 2.25 „ | — | 0.50 „ |
| „ 25. | 99.75 | 1.56 „ | 0.84 „ | 1.88 „ | 2.00 „ | — | 0.12 „ |
| Sept. 1. | 99.75 | 1.56 „ | 0.84 „ | 1.63 „ | 2.00 „ | — | 0.37 „ |
| Nov. 24. | 99.69 | 1.81 „ | 0.59 „ | 3.00 „ | 2.75 „ | 0.25 % | — |
| Dezbr. 1. | 99.63 | 2.06 „ | 0.34 „ | 3.00 „ | 2.75 „ | 0.25 „ | — |
| „ 8. | 99.63 | 2.06 „ | 0.34 „ | 3.00 „ | 2.75 „ | 0.25 „ | — |
| „ 15. | 99.66 | 1.94 „ | 0.56 „ | 3.00 „ | 2.88 „ | 0.12 „ | — |
| „ 22. | 99.63 | 2.06 „ | 0.34 „ | 3.00 „ | 2.88 „ | 0.12 „ | — |
| „ 29. | 99.75 | 1.56 „ | 0.84 „ | 3.00 „ | 3.50 „ | — | 0.50 % |

Hier wächst die Schwierigkeit der theoretischen Aufstellung verlässlicher Tabellen in dem Masse, in dem die Goldprämienpolitik von einem der beiden Länder praktisch angewandt wird, da mit dem Momente ihrer Anwendung die Möglichkeit aufhört, bei der Durchführung der gedachten Wechseltransaktionen denjenigen Minimal-Wechselkurs zu berechnen, zu welchem die nach dem Auslande geliehene Summe wieder zurückerhalten werden kann. Für die in Paris notierten Wechselkurse kommt hierzu noch der technische Mangel, dass eine zuverlässige Notierung dieses Kurses überhaupt nicht besteht.[1])

In den Beziehungen des schweizerisch-französischen Geldverkehrs ist die Wirkung des Wechselkurses auf die Diskontsätze sehr schwer klarzustellen, da in der Schweiz kein einheitlicher Marktdiskontsatz existiert: hier kann höchstens der Satz der schweizerischen Emissionsbanken als die schweizerische Diskontrate angenommen werden, wobei indess festzuhalten ist, dass die wirkliche Marktdiskontrate um ein Geringes unter dem Niveau des Satzes der Emissionsbanken anzunehmen ist. Es war:

---

[1]) Seit Mitte November 1901 sind Vorkehrungen an der Pariser Börse getroffen worden, die wenigstens für die Notierung des Londoner Checkkurses eine Einheitlichkeit für die Zukunft gewährleisten.

## Tabelle VII a.

| Jahr | Durchschn. Wechselk. | Mögl. Diskontdifferenz nach Tabelle | | Wirkliche Diskontrate | | Wirkliche Differenz | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Z. ü. P. | Z. ü. P. | P. ü. Z. | Schw. | P. | Z. ü. P. | P. ü. Z. |
| 1889 | 100.14 | 1.36 % | 2.64 % | 3.70 % | 2.04 % | 1.06 % | — |
| 1890 | 100.16 | 1.44 „ | 2.56 „ | 3.88 „ | 2.68 „ | 1.20 „ | — |
| 1891 | 100.22 | 1.68 „ | 2.32 „ | 3.92 „ | 2.63 „ | 1.29 „ | — |
| 1892 | 100.10 | 1.20 „ | 2.80 „ | 3.09 „ | 1.75 „ | 1.34 „ | — |
| 1893 | 100.13 | 1.32 „ | 2.68 „ | 3.37 „ | 2.25 „ | 1.12 „ | — |
| 1894 | 100.09 | 1.16 „ | 2.84 „ | 3.17 „ | 1.63 „ | 1.54 „ | — |
| 1895 | 100.10 | 1.20 „ | 2.80 „ | 3.27 „ | 1.90 „ | 1.27 „ | — |
| 1896 | 100.24 | 1.76 „ | 2.24 „ | 3.94 „ | 1.75 „ | 2.24 „ | — |
| 1897 | 100.35 | 2.20 „ | 1.80 „ | 3.92 „ | 1.90 „ | 2.02 „ | — |
| 1898 | 100.36 | 2.24 „ | 1.76 „ | 4.31 „ | 2.12 „ | 2.19 „ | — |
| 1899 | 100.49 | 2.76 „ | 1.24 „ | 4.97 „ | 2.96 „ | 2.01 „ | — |
| 1900 | 100.54 | 2.96 „ | 1.04 „ | 4.88 „ | 3.17 „ | 1.71 „ | — |

Hier zeigen sich an wenigen Stellen Ueberschreitungen der Grenzen des durch die Höhe des Wechselkurses bestimmten Spielraums durch die thatsächliche Differenz der beiden Discontsätze: doch sie alle sind so gering, dass mit einer gewissen Berechtigung wohl angenommen werden darf, dass sie der ungenauen Notierung des schweizerischen Diskontsatzes entspringen. In der gleichen Weise lässt sich auch die Differenz zwischen dem deutschen und dem schweizerischen Diskontsatz unter Berücksichtigung des Züricher Wechselkurses auf Berlin analysieren:

## Tabelle X a.

| Jahr | Durchschn. Wechselk. | Mögl. Diskontod. nach Tabelle | | Wirkliche Diskontrate | | Wirkliche Differenz | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Z. ü. B. | Z. ü. B. | B. ü. Z. | Z. | B. | Z. ü. B. | B. ü. Z. |
| 1889 | 123.59 | 3.74 % | 1.58 % | 3.70 % | 2.63 % | 1.07 % | — |
| 1890 | 123.93 | 2.64 „ | 2.68 „ | 3.88 „ | 3.77 „ | 0.11 „ | — |
| 1891 | 124.25 | 1.61 „ | 3.71 „ | 3.92 „ | 3.01 „ | 0.91 „ | — |
| 1892 | 123.54 | 3.91 „ | 1.41 „ | 3.09 „ | 1.81 „ | 1.28 „ | — |
| 1893 | 123.63 | 3.61 „ | 1.71 „ | 3.37 „ | 3.17 „ | 0.20 „ | — |
| 1894 | 123.38 | 4.42 „ | 0.90 „ | 3.17 „ | 1.74 „ | 1.43 „ | — |
| 1895 | 123.51 | 4.01 „ | 1.31 „ | 3.27 „ | 2.01 „ | 1.26 „ | — |
| 1896 | 123.71 | 3.36 „ | 1.96 „ | 3.94 „ | 3.04 „ | 0.90 „ | — |
| 1897 | 123.88 | 2.80 „ | 2.52 „ | 3.92 „ | 3.08 „ | 0.84 „ | — |
| 1898 | 124.06 | 2.29 „ | 3.03 „ | 4.31 „ | 3.55 „ | 0.76 „ | — |
| 1899 | 123.91 | 2.71 „ | 2.61 „ | 4.97 „ | 4.44 „ | 0.53 „ | — |

Auch diese Aufstellung ist nur mit Scepticismus aufzunehmen, da besonders für die letzten Jahre der Teuerung des Leihgeldpreises in Westeuropa die für die Schweiz an-

gegebene Discontrate als um ein nicht Unbedeutendes zu hoch anzusehen ist.

Bei der Untersuchung der Differenz zwischen den Discontsätzen Frankreichs und der nur in Gold zahlenden Länder auf Grund der Wechselkurse ist stets zu berücksichtigen, dass die praktische Anwendung einer Goldprämienpolitik die Feststellung von Grenzen der äussersten Wechselnotierungen unmöglich macht. Trotzdem beweist die Praxis, dass die Differenz der Discontsätze sich stets innerhalb der durch die Höhe derjenigen Wechselkurse bedingten Grenzen hielt, die in der Geschichte des Geldmarkts sich als die äussersten Grenznotierungen ergaben. Im deutsch-französischen Geldverkehr betrug:

## Tabelle VIII a.

| Jahr | Durchschn. Wechselk. | Mögl. Diskontdifferenz nach Tabelle | | Wirkliche Diskontrate | | Wirkliche Differenz | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | B. ü. P. | P. ü. B. | B. ü. P. | P. | B. | P. ü, B. | B. ü. P. |
| 1880 | 80.82 | 3.09 % | 2.39 % | 2.58 % | 3.12 % | — | 0.54 % |
| 1881 | 80.89 | 3.09 „ | 2.39 „ | 2.58 „ | 2.12 „ | 0.65 % | — |
| 1882 | 81.01 | 4.03 „ | 1.45 „ | 3.59 „ | 3.87 „ | — | 0.28 „ |
| 1883 | 80.95 | 3.74 „ | 1.74 „ | 2.67 „ | 3.07 „ | — | 0.40 „ |
| 1884 | 81.11 | 4.53 „ | 0.95 „ | 2.60 „ | 2.89 „ | — | 0.29 „ |
| 1885 | 80.77 | 2.84 „ | 2.64 „ | 2.50 „ | 2.82 „ | — | 0.32 „ |
| 1886 | 80.78 | 2.89 „ | 2.59 „ | 2.38 „ | 2.16 „ | 0.22 % | — |
| 1887 | 80.50 | 1.49 „ | 3.99 „ | 2.53 „ | 2.30 „ | 0.23 „ | — |
| 1888 | 80.58 | 1.89 „ | 3.59 „ | 2.75 „ | 2.11 „ | 0.64 „ | — |
| 1889 | 80.95 | 3.74 „ | 1.74 „ | 2.64 „ | 2.63 „ | 0.01 „ | — |
| 1890 | 80.75 | 2.74 „ | 2.74 „ | 2.68 „ | 3.77 „ | — | 1.09 % |
| 1891 | 80.61 | 2.04 „ | 3.44 „ | 2.63 „ | 3.01 „ | — | 0.38 „ |
| 1892 | 80.96 | 3.79 „ | 1.69 „ | 1.75 „ | 1.81 „ | — | 0.06 „ |
| 1893 | 80.94 | 3.69 „ | 1.79 „ | 2.25 „ | 3.17 „ | — | 0.92 „ |
| 1894 | 81.03 | 4.13 „ | 1.35 „ | 1.63 „ | 1.74 „ | — | 0.11 „ |
| 1895 | 81.02 | 4.08 „ | 1.40 „ | 1.90 „ | 2.01 „ | — | 0.11 „ |
| 1896 | 80.98 | 3.89 „ | 1.59 „ | 1.75 „ | 3.04 „ | — | 1.29 „ |
| 1897 | 80.96 | 3.79 „ | 1.69 „ | 1.90 „ | 3.08 „ | — | 1.18 „ |
| 1898 | 80.83 | 3.14 „ | 2.34 „ | 2.12 „ | 3.55 „ | — | 1.37 „ |
| 1899 | 81.01 | 4.03 „ | 1.45 „ | 2.96 „ | 4.44 „ | — | 1.48 „ |
| 1900 | 81.34 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.17 „ | 4.41 „ | — | 1.26 „ |

Die monatlichen Durchschnittsziffern der letzten Jahre:

## Tabelle VIII b.

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. P. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle P. ü. B. | B. ü. P. | Wirkliche Diskontrate P. | B. | Wirkliche Differenz P. ü. B. | B. ü. P. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1897 | Jan. | 80.87 | 3.34 % | 2.14 % | 1.95 % | 3.27 % | — | 1.32 % |
| „ | Feb. | 81.05 | 4.23 „ | 1.25 „ | 1.89 „ | 3.58 „ | — | 1.69 „ |
| „ | März | 81.05 | 4.23 „ | 1.25 „ | 1.88 „ | 2.89 „ | — | 1.01 „ |
| „ | Apr. | 81.09 | 4.43 „ | 1.05 „ | 1.90 „ | 2.48 „ | — | 0.58 „ |
| „ | Mai | 81.15 | 4.73 „ | 0.75 „ | 1.87 „ | 2.36 „ | — | 0.49 „ |
| „ | Juni | 81.10 | 4.48 „ | 1.00 „ | 1.88 „ | 2.67 „ | — | 0.79 „ |
| „ | Juli | 81.06 | 4.28 „ | 1.20 „ | 1.88 „ | 2.38 „ | — | 0.50 „ |
| „ | Aug. | 80.97 | 3.84 „ | 1.64 „ | 1.85 „ | 2.54 „ | — | 0.69 „ |
| „ | Sept. | 80.85 | 3.24 „ | 2.24 „ | 1.88 „ | 3.32 „ | — | 1.44 „ |
| „ | Okt. | 80.81 | 3.04 „ | 2.44 „ | 1.94 „ | 3.88 „ | — | 1.94 „ |
| „ | Nov. | 80.79 | 2.94 „ | 2.54 „ | 1.97 „ | 4.13 „ | — | 2.16 „ |
| „ | Dez. | 80.72 | 2.59 „ | 2.99 „ | 2.00 „ | 4.46 „ | — | 2.46 „ |
| 1898 | Jan. | 80.88 | 3.39 „ | 2.09 „ | 2.00 „ | 3.18 „ | — | 1.18 „ |
| „ | Feb. | 80.92 | 3.59 „ | 1.89 „ | 1.89 „ | 2.59 „ | — | 0.70 „ |
| „ | März | 80.94 | 3.69 „ | 1.79 „ | 1.91 „ | 2.71 „ | — | 0.80 „ |
| „ | Apr. | 81.03 | 4.13 „ | 1.35 „ | 2.00 „ | 3.07 „ | — | 1.07 „ |
| „ | Mai | 80.92 | 3.59 „ | 1.89 „ | 1.91 „ | 3.23 „ | — | 1.32 „ |
| „ | Juni | 80.74 | 2.69 „ | 2.79 „ | 1.87 „ | 3.57 „ | — | 1.70 „ |
| „ | Juli | 80.82 | 3.09 „ | 2.38 „ | 2.00 „ | 3.20 „ | — | 1.20 „ |
| „ | Aug. | 80.84 | 3.19 „ | 2.28 „ | 1.88 „ | 3.21 „ | — | 1.33 „ |
| „ | Sept. | 80.70 | 2.49 „ | 2.99 „ | 1.82 „ | 3.64 „ | — | 1.82 „ |
| „ | Okt. | 80.68 | 2.39 „ | 3.09 „ | 2.27 „ | 4.02 „ | — | 1.75 „ |
| „ | Nov. | 80.69 | 2.44 „ | 3.04 „ | 2.95 „ | 4.90 „ | — | 1.95 „ |
| „ | Dez. | 80.79 | 2.94 „ | 2.54 „ | 3.00 „ | 5.26 „ | — | 2.26 „ |
| 1899 | Jan. | 81.08 | 4.38 „ | 1.10 „ | 2.96 „ | 4.33 „ | — | 1.37 „ |
| „ | Febr. | 81.02 | 4.08 „ | 1.40 „ | 2.86 „ | 3.78 „ | — | 0.92 „ |
| „ | März | 80.91 | 3.54 „ | 1.94 „ | 2.86 „ | 4.28 „ | — | 1.42 „ |
| „ | Apr. | 81.03 | 4.13 „ | 1.35 „ | 2.89 „ | 3.73 „ | — | 0.84 „ |
| „ | Mai | 81.10 | 4.48 „ | 1.00 „ | 2.88 „ | 3.63 „ | — | 0.75 „ |
| „ | Juni | 81.09 | 4.43 „ | 1.05 „ | 2.86 „ | 3.87 „ | — | 1.01 „ |
| „ | Juli | 81.127 | 4.60 „ | 0.88 „ | 2.88 „ | 3.75 „ | — | 0.87 „ |
| „ | Aug. | 81.08 | 4.38 „ | 1.10 „ | 2.88 „ | 4.42 „ | — | 1.54 „ |
| „ | Sep. | 80.91 | 3.54 „ | 1.94 „ | 2.85 „ | 4.85 „ | — | 2.00 „ |
| „ | Okt. | 80.94 | 3.69 „ | 1.79 „ | 3.00 „ | 5.06 „ | — | 2.06 „ |
| „ | Nov. | 80.94 | 3.69 „ | 1.79 „ | 3.00 „ | 5.65 „ | — | 2.65 „ |
| „ | Dez. | 81.03 | 4.13 „ | 1.35 „ | 3.67 „ | 5.97 „ | — | 2.30 „ |
| 1900 | Jan. | 81.30 | 5.48 „ | 0.00 „ | 4.04 „ | 4.42 „ | — | 0.38 „ |
| „ | Feb. | 81.39 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.50 „ | 4.21 „ | — | 0.71 „ |
| „ | März | 81.3 | 5.13 „ | 0.35 „ | 3.49 „ | 5.21 „ | — | 1.72 „ |
| „ | Apr. | 81.34 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.50 „ | 4.43 „ | — | 0.93 „ |
| „ | Mai | 81.39 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.27 „ | 4.56 „ | — | 1.29 „ |
| „ | Juni | 81.25 | 5.23 „ | 0.25 „ | 2.83 „ | 4.86 „ | — | 2.03 „ |

| Jahr | Monat | Durchschn. Wechselk. B. ü. P. | Mögl. Diskontdiff. nach Tabelle P. ü. B. | B. ü. P. | Wirkliche Diskontrate P. | B. | Wirkliche Differenz P. ü. B. | B. ü. P. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1900 | Juli | 81.37 | 5.48 % | 0.00 % | 2.87 % | 4.06 % | — | 1.26 % |
| „ | Aug. | 81.36 | 5.48 „ | 0.00 „ | 2.77 „ | 4.03 „ | — | 1.19 „ |
| „ | Sep. | 81.29 | 5.43 „ | 0.05 „ | 2.75 „ | 4.41 „ | — | 1.67 „ |
| „ | Okt. | 81.39 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.00 „ | 4.03 „ | — | 1.03 „ |
| „ | Nov. | 81.40 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.00 „ | 4.16 „ | — | 1.16 „ |
| „ | Dez. | 81.35 | 5.48 „ | 0.00 „ | 3.00 „ | 4.49 „ | — | 1.49 „ |

Im Durchschnitte der einzelnen Jahre der beiden letzten Jahrzehnte bis zum Ende des Jahres 1899 hielt sich hier die Differenz der Discontsätze stets innerhalb der durch die Höhe der Wechselkurse bedingten Grenzen: und das gleiche Ergebnis zeigen die Durchschnittsziffern für die einzelnen Monate der letzten Jahre. Nur im Januar des Jahres 1899 erzeugte die Furcht vor dem Ausbruch einer Krisis in Deutschland — wie auch in den Beziehungen des deutschen Geldmarktes zu demjenigen anderer Länder — eine ausserordentliche Erhöhung des deutschen Wechselkurses auf Paris, die eine Ueberschreitung der durch den Wechselkurs bedingten Grenze der Differenz der Discontsätze hervorrief. Dieses Verhältnis wiederholte sich im August 1899 und hielt sodann an bis zum Ende des Jahres 1900, während andererseits gleichzeitig der deutsch-französische Wechselkurs fast all jene Monate hindurch sich über dem Deutschland ungünstigen Goldpunkte hielt. Die Ursache dieses abnormen Niveaus des Wechselkurses war während der ganzen Dauer dieses Verhältnisses dem Geldmarkte wie den betroffenen Börsen ein Geheimniss. Obwohl die Unrichtigkeit des Arguments leicht zu beweisen war, nahm man doch lange an, der ausserordentliche deutsche Bedarf an Checks auf Paris entspringe dem Bedürfnisse der Besucher der Weltausstellung: als der Schluss der Ausstellung aber keinen Fall des Wechselkurses, sondern eher noch eine leichte Erhöhung hervorrief, erkannte man, dass die Ursache tiefer liegen musste: der Bedarf der Ausstellungsbesucher hätte keineswegs, auch nicht während der Dauer der Ausstellung selbst, ein solches Niveau des Wechselkurses rechtfertigen können. In Wirklichkeit war die Höhe des Kurses nur eine Folge des Strebens der französischen Banken, alle während der

Periode der Hochkonjunctur nach Deutschland ausgeliehenen Summen möglichst schnell wieder in das Heimatland zurückzuziehen. Zuverlässige Quellen schätzen denjenigen Betrag französischen Geldes, der in den Jahren 1897 bis 1899 im deutschen Geldmarkte angelegt war, auf 600 – 800 Millionen Mark. Bei dem Beginn, ja bereits bei dem lange vor dem thatsächlichen Beginn fühlbaren Herannahen der Krisis wünschte Frankreich selbstverständlich, möglichst schnell die ausgeliehenen Summen im Heimatlande in Sicherheit zu bringen. Zur Beförderung solcher Summen bedurfte es natürlich vieler Monate, besonders da Frankreich ja keineswegs eine Remittierung in Gold erstrebte. Nur so erklärt es sich auch, dass trotz der Ueberschreitung des Goldpunktes des französischen Wechselkurses dennoch fast kein Gold von Deutschland nach Frankreich abfloss. Andererseits aber war es den französischen Banken völlig gleichgültig, welcher Zinssatz in Deutschland angeboten wurde, um die französischen Gelder zu fernerem Bleiben zu veranlassen: man misstraute in Frankreich der allgemeinen Finanzlage Deutschlands und suchte unter jeder Bedingung die dortigen Engagements zu lösen. Diese Lösung der Engagements musste sogar vorgenommen werden, wenn — wie dies wirklich der Fall war — damit ein nicht unbedeutender Verlust verbunden war: die Summen, welche zu einem relativ niedrigen Wechselkurse nach Deutschland gesandt worden waren, mussten jetzt, zur Zeit des höchsten Niveaus des Wechselkurses zurückberufen werden. Dieser Verlust dürfte durchschnittlich wohl kaum weniger als $^1/_2\,^0/_0$ betragen haben. Solch unbedingtem Streben der französischen Banken, die in Deutschland ausgeliehenen Gelder zurückzuziehen, ohne Ansehung des Wechselkurses oder des in Deutschland herrschenden Discontsatzes, entsprang das in den Ziffern sich ausdrückende, anormale Verhältnis, dass zu der Zeit, da der deutsch-französische Wechselkurs den Deutschland ungünstigen Goldpunkt überschritt, der Discontsatz Deutschlands dennoch nicht unbedeutend höher war als der in Frankreich herrschende: die Ziffern geben gleichzeitig in negativem Sinne einen Beweis für die Thatsache, dass die Differenz der Discontsätze nur in krisenhaften

Perioden die durch die Höhe des Wechselkurses bedingte Grenze überschreiten kann.

Zur Untersuchung des Verhältnisses der englischen Discontrate zu dem französischen Marktdiscontsatze unter Berücksichtigung des Wechselkurses seien wiederum die Ziffern einiger derjenigen Perioden des Geldmarktes angeführt, welche einem dritten Lande eine Krisis bedeuteten: die Ziffern der Monate Oktober und November 1901, jener Wochen, da die Geldmarktskrisis der Vereinigten Staaten ein ausserordentliches Sinken des Pariser Checkkurses auf London hervorrief, sowie die Ziffern der Sommermonate des Jahres 1893, in denen die Krisis der australischen Banken mit dem berüchtigten Krache des Silbermarktes zusammenfiel:

(Siehe Tabellen auf den folgenden Seiten.)

Bei einer genauen Betrachtung hauptsächlich dieser beiden letzten Tabellen zeigt sich in scharfem Masse der Einfluss der Wechselkurse auf die Höhe der Discontsätze. Die Etappe der Herbstmonate des Jahres 1901 bedarf besonderer Beleuchtung: in diesem Jahre trat der ungewöhnliche Fall ein, dass die enormen Zahlungsverpflichtungen Europas an die Vereinigten Staaten, die dem amerikanischen Cerealien- und Baumwollexport entspringen, nicht — wie regelmässig in den Herbstmonaten früherer Jahre — sich in den Wechselkursen geltend machten, dass vielmehr die New-Yorker Kurse auf London, Paris und Berlin nahe — oder sogar auf — dem New-York ungünstigen Goldpunkte stabil blieben. Nachdem die Ursache dieses Zustandes Wochen hindurch dem Geldmarkt unbekannt gewesen war, stellte sich heraus, dass New-York eine enorme Summe nach Paris zu remittieren hatte zur Rückzahlung eines Anlehens, das in den Panikwochen der New-Yorker Börse Anfangs Mai seitens einiger grossen Finanzhäuser aufgenommen worden war. Als nun dies Anlehen fällig wurde, suchte New-York anfangs — in der zweiten und dritten Oktoberwoche —, angestachelt durch das ausserordentlich niedrige Niveau des Londoner Discontsatzes, die gesamte Position nach London zu übertragen, so dass der in Paris fällige Betrag von London aus dorthin zu remittieren gewesen wäre. Die Ausführung dieses Planes

wurde begonnen, und in kurzem fiel der Pariser Check-Kurs auf London unter das Niveau des London ungünstigen Goldpunktes. Je mehr indess der Pariser Checkkurs fiel, desto höher stieg der Londoner Diskontsatz; sobald dieser aber ungefähr das Niveau der französischen Marktrate erreicht hatte und es für New-York unrentabel wurde, die benötigten Summen in London zu entleihen, entfiel plötzlich der ganze Londoner Bedarf für Pariser Checks, und es zeigte sich, dass nicht London, sondern New-York der wirkliche Schuldner gewesen, dessen Verpflichtungen durch die in London angekauften Pariser Checks gedeckt werden sollten. Der Pariser Checkkurs fiel und sofort ermässigte sich der Londoner Diskontsatz.

In ungleich markanterer Weise spricht sich der Einfluss der Wechselkurse auf die Diskontsätze in den Ziffern des Krisen-Jahres 1893 aus, wo die plötzlichen, scharfen Veränderungen der Wechselkurse einen äusserst weitgehenden Einfluss auf die Discontsätze ausübten, einen Einfluss, der die Differenz der Discontsätze zwar stets nahe an die Grenze des durch die Höhe des Wechselkurses bestimmten Niveaus führte, der sie aber niemals diese Grenze überschreiten liess.

Zum Schlusse sei nochmals hervorgehoben, dass all die Goldpunkte, auf Grund deren die Tabellen aufgestellt wurden, nicht stets, sondern nur in der Mehrzahl der Fälle mit dem

## Tabelle IX a.

| | Wechselk. P. ü. L. | Mögl. Diskontd. nach Tabelle L. ü. P. | P. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | P. | Wirkliche Differenz L. ü. P. | P. ü. L. | Cable Trkrs. N.-Y. ü. L. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1901 Okt. 3. | 25.19[1]) | 1.00 % | 3.40 % | 2.31 % | 1.63 % | 0.94 % | 0.13 | 4.86 |
| „ „ 10. | 25.13 | 0.10 „ | 4.30 „ | 2.13 „ | 2.25 „ | — | — | 4.86 2/8 |
| „ „ 17. | 25.12 | 0.00 „ | 4.40 „ | 2.31 „ | 2.63 „ | — | 0.31 | 4.86 „ |
| „ „ 24. | 25.095 | 0.00 „ | 4.40 „ | 2.88 „ | 2.88 „ | — | — | 4.87 [2]) |
| „ „ 31. | 25.14 | 0.30 „ | 4.10 „ | 3.38 „ | 3.13 „ | 0.25 „ | — | 4.87 1/2 |
| „ Nov. 7. | 25.14 | 0.30 „ | 4.10 „ | 3.25 „ | 2.94 „ | 0.30 „ | — | 4.87 7/8 |
| „ „ 14. | 25.15 1/2 | 0.50 „ | 3.90 „ | 3.38 „ | 2.75 „ | 0.58 „ | — | 4.88 1/4 |
| „ „ 21. | 25.18 „ | 1.10 „ | 3.40 „ | 3.38 „ | 2.38 „ | 1.00 „ | — | 4.88 5/8 |
| „ „ 28. | 25.17 | 0.75 „ | 3.65 „ | 3.50 „ | 2.75 „ | 0.75 „ | — | 4.87 „ |

[1]) Diese Ziffern wie die der folgenden Tabellen vgl. Londoner Economist.

[2]) Gold verschifft v. N.-Y. n. Paris.

| | | Wechselk. P. ü. L. | Mögl. Diskontd. n. Tabelle L. ü. P. | Mögl. Diskontd. n. Tabelle P. ü. L. | Wirkliche Diskontrate L. | Wirkliche Diskontrate P. | Wirkliche Differenz L. ü. P. | Wirkliche Differenz P. ü. L. | Wechselk. N.-Y. ü. L. | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1893 Mai | 4. | 25.21¼ | 1.40 % | 3.00 % | 2.75 % | 2.25 % | 0.50 % | — | 4.89 | Krach der australischen Banken. |
| | 11. | 25.30 | 2.80 „ | 1.60 „ | 3.75 „ | 2.25 „ | 1.50 „ | — | 4.89⅝ | |
| | 18. | 25.32½ | 3.20 „ | 1.20 „ | 4.38 „ | 2.00 „ | 2.38 „ | — | 4.90 | „ Geld von N.-Y. nach Europa. |
| | 25. | 25.27 „ | 2.40 „ | 2.00 „ | 4.00 „ | 2.00 „ | 2.00 „ | — | 4.90 | |
| „ | Juni 1. | 25.28¾ | 2.60 „ | 1.80 „ | 2.50 „ | 2.00 „ | 0.50 „ | — | 4.90 | |
| | 8. | 25.22½ | 1.60 „ | 2.80 „ | 1.50 „ | 2.00 „ | — | 0.50 % | 4.88 | |
| | 15. | 25.18¾ | 1.00 „ | 3.40 „ | 1.25 „ | 2.00 „ | — | 0.75 „ | 4.86½ | |
| | 22. | 25.20 | 1.20 „ | 3.20 „ | 1.75 „ | 2.25 „ | — | 0.50 „ | 4.86⅜ | |
| | 29. | 25.17½ | 0.80 „ | 3.60 „ | 1.75 „ | 2.50 „ | — | 0.75 „ | 4.84⅛ | 26. Schliessung der indischen Münzst. |
| | Juli 6. | 25.17 „ | 0.80 „ | 3.60 „ | 1.25 „ | 2.25 „ | — | 1.00 „ | 4.83 | |
| | „ 13. | 25.20 | 1.20 „ | 3.20 „ | 1.38 „ | 2.75 „ | — | 1.37 „ | 4.84¼ | |
| „ | „ 20. | 25.21¼ | 1.40 „ | 3.00 „ | 1.50 „ | 2.25 „ | — | 0.75 „ | 4.84 | Bankkrach in den Ver. St. |
| „ | „ 27. | 25.23¾ | 1.80 „ | 2.60 „ | 2.00 „ | 2.13 „ | — | 0.13 „ | 4.83 | |
| „ | Aug. 3. | 25.30 | 2.80 „ | 1.60 „ | 2.88 „ | 2.13 „ | 0.75 % | — | 4.84⅝ | Gold nach Ver. St. verschifft trotz 7%iger Goldprämie d. Bk. v. Frankr. |
| „ | „ 10. | 25.30 | 2.80 „ | 1.60 „ | 4.25 „ | 2.25 „ | 2.00 „ | — | 4.90 | |
| „ | „ 17. | 25.35 | 3.60 „ | 0.80 „ | 3.88 „ | 2.25 „ | 1.63 „ | — | 4.84 | |
| „ | „ 24. | 25.38¾ | 4.20 „ | 0.20 „ | 4.50 „ | 2.25 „ | 2.25 „ | — | 4.88 | |
| „ | „ 31. | 25.33 „ | 3.40 „ | 1.00 „ | 3.75 „ | 2.25 „ | 1.50 „ | — | 4.87¼ | |
| „ | Sept. 7. | 25.31¼ | 3.00 „ | 1.40 „ | 3.13 „ | 2.00 „ | 1.13 „ | — | 4.87½ | Wiederrufung d. Sherman-Akte. |
| „ | „ 14. | 25.30 | 2.80 „ | 1.60 „ | 2.38 „ | 2.13 „ | 0.25 „ | — | 4.86 | |
| „ | „ 21. | 25.27½ | 2.40 „ | 2.00 „ | 2.00 „ | 2.13 „ | — | 0.13 % | 4.87¼ | |

Zu einem Vergleiche mögen die gleichzeitigen deutschenglischen Ziffern dienen:

| | | Wechselk. | Mög. Diskontd. n. Tabelle | | Wirkliche Diskontrate | | Wirkliche Differenz | | Wechselk. | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | B. ü. L. | L. ü. B. | B. ü. L. | L. | B. | L. ü. B. | B. ü. L. | N.-Y. ü. L. | |
| 1893 Mai | 4. | 20.45½ | 2.40 % | 0.80 % | 2.75 % | 2.50 % | 0.50 % | 0.13 % | 4.89 | Krach der australischen Bank. |
| „ „ | 11. | 20.47 „ | 2.80 „ | 0.40 „ | 3.75 „ | 3.00 „ | 0.75 „ | — | 4.89⅜ | |
| „ „ | 18. | 20.49 | 3.10 „ | 0.10 „ | 4.38 „ | 3.00 „ | 1.38 „ | — | 4.90 | Gold von N.-Y. nach Europa. |
| „ „ | 25. | 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ | 4.00 „ | 3.13 „ | 1.13 „ | — | 4.90 | |
| „ Juni | 1. | 20.47 | 2.70 „ | 0.50 „ | 2.50 „ | 2.63 „ | — | 0.13 % | 4.90 | |
| „ „ | 8. | 20.41½ | 1.60 „ | 1.60 „ | 1.50 „ | 2.75 „ | — | 1.25 „ | 4.88 | |
| „ „ | 15. | 20.38 „ | 1.00 „ | 2.20 „ | 1.25 „ | 3.38 „ | — | 2.13 „ | 4.86½ | |
| „ „ | 22. | 20.39 | 1.10 „ | 2.10 „ | 1.75 „ | 3.50 „ | — | 1.75 „ | 4.86⅜ | 26. Schliessung der indischen Münzst. |
| „ „ | 29. | 20.36½ | 0.60 „ | 2.60 „ | 1.75 „ | 3.38 „ | — | 1.63 „ | 4.84⅛ | |
| „ Juli | 6. | 20.40 „ | 1.40 „ | 1.80 „ | 1.25 „ | 2.75 „ | — | 1.50 „ | 4.83 | |
| „ „ | 13. | 20.40 „ | 1.40 „ | 1.80 „ | 1.38 „ | 3.00 „ | — | 1.62 „ | 4.84¼ | Bankkrach in den Ver. St. |
| „ „ | 20. | 20.38 | 0.90 „ | 2.30 „ | 1.50 „ | 3.50 „ | — | 2.00 „ | 4.84 | |
| „ „ | 27. | 20.37 | 0.70 „ | 2.50 „ | 2.00 „ | 3.13 „ | — | 1.13 „ | 4.83 | |
| „ Aug. | 3. | 20.45½ | 2.40 „ | 0.80 „ | 2.88 „ | 3.63 „ | — | 0.75 „ | 4.84⅝ | Gold nach Ver.St. verschifft trotz 7% Goldprämie d. B. v. Frankreich. |
| „ „ | 10. | 20.48 | 2.90 „ | 0.30 „ | 4.25 „ | 4.00 „ | 0.25 % | — | 4.90 | |
| „ „ | 17. | 20.43½ | 2.00 „ | 1.20 „ | 3.88 „ | 4.25 „ | — | 0.37 „ | 4.84 | |
| „ „ | 24. | 20.44 | 2.10 „ | 1.10 „ | 4.50 „ | 4.63 „ | — | 0.13 „ | 4.88 | |
| „ „ | 31. | 20.42 | 1.70 „ | 1.50 „ | 3.75 „ | 4.13 „ | — | 0.38 „ | 1.87 | |
| „ Sept. | 7. | 20.40 | 1.30 „ | 1.90 „ | 3.13 „ | 4.50 „ | — | 1.37 „ | 4.87½ | Wiederrufung der Sherman-Akte. |
| „ „ | 14. | 20.35½ | 0.40 „ | 2.80 „ | 2.38 „ | 4.50 „ | — | 2.12 „ | 4.86 | |
| „ „ | 21. | 20.34 | 0.10 „ | 3.10 „ | 2.00 „ | 4.88 „ | — | 2.88 „ | 4.87¼ | |

hier angenommenen Niveau sich vollständig oder fast vollständig decken. Da jedoch auch in den übrigen Fällen die Goldpunkte höchstens nur $1-1^1/_4{}^0/_0$ von dem hier aufgestellten Kurse entfernt liegen, so darf aus der Uebereinstimmung der in den Tabellen berechneten Maxima und Minima der möglichen Differenz der Discontsätze mit deren thatsächlicher Differenz wohl der Schluss gezogen werden, dass die angenommenen Tabellen einen gewissen Grad von Richtigkeit in sich tragen.

* * *

Wie im gegenseitigen Verkehr sowohl aller in Papiergeld zahlenden Länder als auch im Verkehr der in Silber oder in Papiergeld zahlenden Länder mit irgendwelchem anderen Lande den Schwankungen der Wechselkurse nur in einem sehr weiten Spielraume Grenzen gesetzt sind und darum auch theoretisch nur in äusserst schwachem Masse eine gegenseitige Beeinflussung der Discontsätze möglich ist, so zeigt auch die thatsächliche Geschichte der Geldmärkte, dass in solchen Fällen ein innerer Zusammenhang der Discontsätze zweier Länder fast nicht besteht. Es ist selbstverständlich, dass dieser Mangel eines inneren Zusammenhangs wächst, je grösser die thatsächlichen Oscillationen des Wechselkurses der beiden Länder sind.

Zu den Ländern unsicherer Valuta gehörten bis 1897 die Vereinigten Staaten; Oesterreich-Ungarn kann auch bis 1900 noch nicht in die Zahl der Länder stabiler Valuta eingerechnet werden. Einen schlagenden Beweis für den Mangel eines inneren Zusammenhangs zwischen dem österreichisch-ungarischen Geldmarkte und denjenigen der westeuropäischen Länder lieferte die Periode der Geldmarktkrisis in den Wintermonaten 1899/1900, als — zu einer Zeit steigender Diskontsätze an den Geldmärkten von London, Paris und Berlin — die Bank von Oesterreich-Ungarn am 7. Dezember ihren Discontsatz von $6^0/_0$ auf $5^1/_2{}^0/_0$ ermässigte: der Geldbedarf des Inlandes machte die Aufrechterhaltung einer sechsprozentigen Rate unnötig und vor Entnahmen des Auslandes war die Bank wie der Wiener Geldmarkt

geschützt infolge des mit dem Ankaufe österreichisch-ungarischer Wechsel verbundenen Valutarisicos.

Im Wien-Berliner Geldverkehre existiert zwar ein Mittel, das gegen jedes Risiko der Valuta schützt: der Verkauf von Marknoten auf einen nahen Termin unter gleichzeitiger Deckung durch Ankauf für einen fernen Termin und durch Hereinnehmen der zu liefernden Stücke bis zum Termine der Fälligkeit der angekauften. A — z. B. — verkauft am 11. April per 30. April M. 1 000 000 deutsche Banknoten und deckt seine Position am gleichen Tage durch den Ankauf einer gleichen Summe Marknoten per 31. Juli: nun erhält er am 30. April das österreichische Äquivalent von M. 1 000 000 gegen Ablieferung der Stücke: diese Stücke verschafft sich A durch Aufnahme im Reportierungswege, eine Operation, die er fortsetzt bis zum Tage der Fälligkeit der angekauften Stücke, dem 31. Juli. So hat A in der Zeit vom 30. April bis zum 31. Juli nur den Reportierungssatz der Wiener Börse für Marknoten zu erlegen, während er gegen alle Schwankungen des Wechselkurses gesichert ist. Diese Operation kann indessen — wie schon aus ihrem inneren Wesen hervorgeht — nur in einem beschränkten Maasse vorgenommen werden. Für den Blankoverkäufer der Banknoten ist eine solche Transaction in ihrem Erfolge gleichbedeutend mit der Aufnahme einer Geldsumme im Auslande unter Garantierung des Wechselkurses seitens der ausleihenden Partei.[1])

[1]) Derartige Transaktionen, bei denen eine Garantierung des Wechselkurses seitens der einen Partei gegenüber der anderen — gewöhnlich des Entleihers gegenüber dem Verleiher — stattfindet, fanden in den letzten Jahren öfters statt. Vom theoretischen Standpunkte aus betrachtet, bedeutet diese Garantierung jedoch nur eine Abwälzung des Risikos von der einen Partei, die es eigentlich tragen sollte, auf die Gegenpartei: nun ist es nicht Sache des Gläubigers, sondern Sache des Schuldners, zu erwägen, ob die Differenz der Diskontierungs-, bezw. Zinssätze ihm gross genug erscheinen, um ihn für das eingegangene Risiko der Valuta zu entschädigen.

## Schlussbetrachtung.

Die aufgeführten Tabellen haben versucht, den praktischen Beweis zu erbringen, dass, wenn auch für das Risiko der Valuta im Zahlungsverkehr zweier Länder unverrückbar feste Grenzen nicht festzustellen sind, dennoch die hier angenommenen, dem thatsächlichen Zustande möglichst nahe kommenden Ziffern in ihrem Verhältnis zu den thatsächlichen Marktdiscontsätzen zeigen, dass — den Fall politischer Verwicklungen oder einer wirtschaftlichen Krisis ausgenommen — die Marktdiscontsätze in Ländern gleicher Valutaverhältnisse, in denen die Ausgleichung der Zahlungsbilanz niemals durch einen Edelmetalltransport von dem einen Lande zum anderen stattfindet, meistens gleich sind; dass die Marktdiscontsätze in Ländern gleicher Valutaverhältnisse, deren Zahlungsbilanz manchmal durch Edelmetalltransport ausgeglichen wird, meistens nur verschieden sein können innerhalb der durch die Höhe der Edelmetalltransportkosten bedingten Grenzen, dass die Marktdiscontsätze in Ländern ungleicher Valutaverhältnisse meist nur verschieden sein können innerhalb der durch das Risiko der Valutadifferenzen und die Höhe der Edelmetalltransportkosten bedingten Grenzen.

Hieraus ergeben sich folgende Consequenzen:

Wenn anders die Differenz der Discontsätze zweier Länder sich den von der Haltung des Wechselkurses bedingten Grenzen anschmiegt, so muss ein gewisser Parallelismus bestehen zwischen der Bewegung der durch den Wechselkurs bedingten Grenzen einerseits und zwischen der Bewegung der Differenz der Diskontsätze andererseits, oder — da die Bewegung der durch den Wechselkurs bedingten Grenzen völlig

parallel derjenigen des Wechselkurses selbst ist — so muss ein gewisser Parallelismus bestehen zwischen der Bewegung des Wechselkurses und derjenigen der Differenz der Discontsätze.

Aus den obigen Tabellen lässt sich nun in der That ein solcher Parallelismus feststellen, wobei jedoch besonders auffällt, dass der Parallelismus nicht so deutlich zu Tage tritt bei den jährlichen Durchschnittskursen als bei den täglichen Notierungen. Besonders in dieser Erscheinung spiegelt sich die Thatsache wieder, dass die täglichen Notierungen der Wechselkurse am wenigsten von der wirklichen gegenseitigen Zahlungsbilanz zweier Länder abhängen, sondern vielmehr bei weitem ausschlaggebend von der Höhe der Discontsätze beider Länder bestimmt werden. Da natürlich das Risiko der Valuta, wo es berechenbar, vollständig abhängig ist von dem gegenseitigen Abstande der beiden Goldpunkte, so ist es selbstverständlich, dass die Möglichkeit der Differenz der Discontsätze zweier Länder grösser ist, je weiter die beiden Goldpunkte des zwei Länder verbindenden Wechselkurses von einander entfernt sind. So zeigt sich auch in der Geschichte der Geldmärkte, dass eine Bewegung des Wechselkurses eines Landes am stärksten den Discontsatz, eine Bewegung des Discontsatzes am stärksten den Wechselkurs desjenigen Landes beeinflusst, dessen Goldpunkte den relativ geringsten gegenseitigen Abstand aufweisen. Wie nun die Goldpunkte, d. h. die um den Betrag der Geldtransportkosten vermehrten, bezw. verminderten Paritäten der Wechselkurse die Tendenz haben, durch die modernen Mittel des Verkehrs einander stets näher zu rücken, so zeigt auch der Spielraum der Differenz der Discontsätze der verschiedenen Länder stabiler Valuta die Tendenz stetiger Abnahme.[1]) Andererseits wirkt jedes Mittel, welches das

[1]) So wurden z. B. in der letzten Zeit häufig Goldverschickungen vorgenommen seitens Londoner, Pariser und New-Yorker Privatbankfirmen zu Zeiten von Wechselkursen, die nach allen Erfahrungen der Praxis eine solche Transaktion als unrentabel — wenn nicht gar verlustbringend — erscheinen liessen: Die betreffenden Firmen führen solche Geschäfte indess doch mit rechnungsmässigem Gewinne durch, indem sie das Risiko der Verschiffung selbst übernehmen und dadurch die relativ bedeutenden

Risiko der Valuta vergrössert, in negativem Sinne auf die Tendenz der Discontsätze nach gegenseitiger Angleichung.[1])

So lässt sich das Ergebnis der Untersuchung dahin zusammenfassen:

Der Discontsatz eines Landes, d. h. das Verhältnis des Geldbedarfs zum Geldangebot eines Landes, wird meistens von dem Discontsatze des Auslandes kontrolliert, sobald die Differenz der Discontsätze das Risiko der Valuta übersteigt. Da nun der Spielraum der Schwankungen der Wechselkurse sowohl als auch das Risiko der Valuta sich in der Tendenz der Abnahme befinden, so steigt gleichzeitig und proportional auch der Einfluss des ausländischen Discontsatzes auf den Discontsatz des Inlandes und umgekehrt: d. h. die Discontsätze der verschiedenen Länder stabiler Valuta haben die Tendenz, sich in zunehmendem Masse einander zu nähern.

---

Versicherungskosten des Metalles ersparen. Hierdurch wird natürlich der Goldverschiffungspunkt der Parität näher gerückt.

[1]) Aus dem Wesen der aufgestellten Berechnung ergibt sich ferner Folgendes: Je günstiger die Wechselkurse auf ein Land, d. h. je günstiger die Zahlungsbilanz eines Landes, desto grösser ist die Marge (siehe Tabellen I—X), um die sich der Diskontsatz dieses Landes über denjenigen des Landes der ungünstigen Zahlungsbilanz erheben kann, desto geringer ist die Marge, um die sich der Diskontsatz des Landes der ungünstigen Wechselkurse über die Diskontrate des Landes der günstigen Zahlungsbilanz erheben kann. Dieser Fall tritt um so prägnanter auf, je mehr der Zahlungsbilanz die Tendenz einer stetigen Besserung inne wohnt, desto schwächer also die Möglichkeit eines Risikos der Valuta: eine desto geringere Zinsmarge genügt, um ausländische Geldgeber zu einer Anlage im Inlande anzulocken: Darum müsste mit zunehmender Stablität der Wechselkurse der Diskontsatz dieses Landes einen entsprechend wachsenden Einfluss auf den Diskontsatz der anderen Länder ausüben, Geldbedarf und Geldangebot dieses Landes auf Geldbedarf und Geldangebot der anderen Länder. Auf diese Weise erklärt sich vielleicht auf finanziellem Gebiete das Steigen des Einflusses der Vereinigten Staaten auf das Wirtschaftsleben der anderen Länder stabiler Valuta. Gerade die Tabellen, welche das Verhältnis der amerikanischen Diskontsätze zu denjenigen Europas darstellen, zeigen am deutlichsten, wie mit zunehmender Stabilität der Wechselkurse (Tabelle II a und b) der Einfluss der ausländischen Diskontsätze auf denjenigen des Inlandes steigt. Und, gerade der hierin liegende Nachteil der schwankenden Valuta ermutigt in den letzten Jahren nicht zum Geringsten viele Länder ungebundener Valuta zur Einführung einer stabilen Valuta.

Das Verhältnis des inländischen Geldbedarfs zum inländischen Geldangebot zeigt in gleichem Masse die Tendenz, als Bestimmungsfaktor des inländischen Discontsatzes in zunehmendem Masse zu weichen gegenüber dem Verhältnisse des internationalen Geldbedarfs zum internationalen Geldangebot. Eine weitere Konsequenz ergibt, dass – da das Verhältnis des Geldbedarfes zum Geldangebot eines Landes im modernen Wirtschaftsleben einer der Hauptbestimmungsfaktoren der wirtschaftlichen Conjunktur eines Landes ist — auch das finanzielle Moment die Tendenz in sich trägt, die Ersetzung der wirtschaftlichen Conjunktur eines einzelnen Landes durch die „Weltkonjunktur" zu befördern.

In diesem Resultate liegt der Beweis der Haltlosigkeit der Goldprämienpolitik gegenüber der Tendenz der modernen Wirtschaftsverfassung:[1]) Anwendung einer Goldprämienpolitik bedeutet die Erhaltung eines Hemmschuhes gegen die Tendenz der Ausgleichung der Discontsätze verschiedener Länder und wie jede Maassnahme, welche der Tendenz der Wirtschaftsentwicklung entgegen zu streben sucht, wird auch die Goldprämienpolitik in ihrer praktischen Verwirklichung bald die Unmöglichkeit ihrer Aufrechterhaltung erleben müssen.

[1]) In welcher Weise die Goldprämienpolitik der Bank von Frankreich den französischen Kredit schädigt, zeigt z. B. die Praxis der Bank von Oesterreich-Ungarn, die bei der praktischen Anwendung der ihr vom Staate gegebenen Erlaubnis, fremde Devisen als Baardeckung einzurechnen, französische Wechsel nicht als Goldwechsel einbezieht.